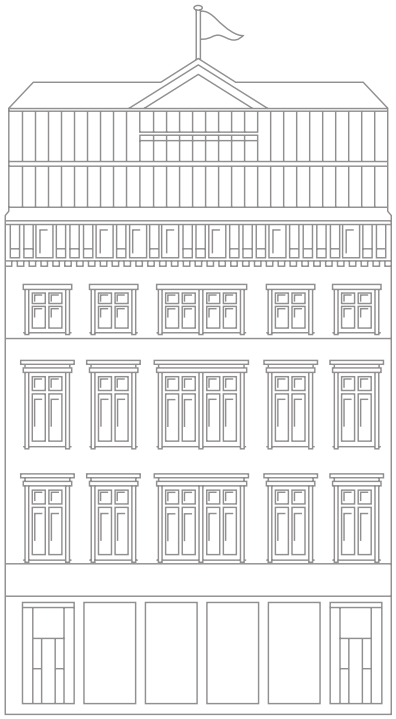
MARCARD, STEIN & CO

Bankiers



DIE FAMILY OFFICE BANK

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2018

Droht die nächste Schuldenkrise?

VORWORT

Die neue italienische Regierung hält die Kapitalmärkte in Atem. Statt auf Sparprogramme und Strukturreformen setzt die Koalition aus Lega Nord und Fünf-Sterne-Bewegung auf Steuersenkungen und höhere Staatsausgaben. Konflikte mit der EU-Kommission sind damit vorprogrammiert. Die Rentenmärkte haben bereits mit höheren Risikoaufschlägen auf italienische Staatsanleihen reagiert. Angesichts einer Staatsverschuldung, die bei über 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts liegt, kommen Sorgen auf, dass sich die Bonität des italienischen Staates weiter verschlechtert.

Doch nicht nur zu hohe Staatsschulden können eine Wirtschaftskrise verursachen. Die US-Finanzkrise, die vor zehn Jahren im Bankrott von Lehman Brothers kulminierte, wurde durch eine zu hohe Verschuldung des privaten Sektors ausgelöst. Niedrige Zinsen, eine zu großzügige Kreditvergabebereitschaft und unsolide Finanzierungsstrukturen lösten eine Kettenreaktion aus, die zu einer globalen Rezession führte.

Um die Relevanz der Verschuldungsproblematik seriös untersuchen zu können, ist ein differenziertes Vorgehen nötig. Während öffentliche Schuldner stets die Steuern erhöhen können, um ihre Schuldentragfähigkeit zu verbessern, fehlt dieses Instrument dem privaten Sektor. Ein Land mit Leistungsbilanzüberschüssen, das nicht auf ausländische Kapitalzuflüsse angewiesen ist, ist per se weniger anfällig für Schuldenkrisen als ein Defizitland. Je kurzfristiger ein Schuldner finanziert ist und je häufiger er demnach refinanzieren muss, desto wahrscheinlicher sind Zahlungsausfälle und Krisen. Ausgelöst werden Schuldenkrisen meist durch steigende Zinsen, überraschende Fälligkeiten, eine Verschlechterung der Bonität und Disfunktionalitäten am Banken- und Kapitalmarkt. Der Zentralbank sowie der Banken- und Finanzmarktaufsicht kommen entscheidende Rollen bei der Krisenprävention zu. Länder mit eigenen und unabhängigen Zentralbanken sind hier im Vorteil gegenüber Ländern, die sich in einer Währungsunion zusammengeschlossen haben. Da jedem Schuldner ein Gläubiger gegenübersteht lohnt sich zudem ein Abgleich beider Seiten. So stehen beispielsweise sowohl in Japan als auch in China auf beiden Seiten der Kreditbeziehung oft staatliche Stellen, was die Brisanz der Verschuldungsproblematik teilweise entschärft. Denn die Lösung von Schuldenkrisen besteht häufig in Umschuldungen, die sich umso leichter verhandeln lassen je interessensgleicher die Verhandlungspartner sind.

In unserem Schwerpunktthema analysieren wir die aktuelle Verschuldungsproblematik für den privaten und den öffentlichen Sektor. Die Theorie von Hyman Minsky, die lange vor der US-Finanzkrise deren Treiber identifzierte und analysierte, dient uns dabei als Referenz. Carmen Reinhardt und Kenneth Rogoff haben nach der Finanzkrise die Theorie um eine Analyse der langfristigen Staatsschuldenkrisen ergänzt. Die Daten zeigen, dass der größte Sprengstoff für eine Verschuldungskrise mit globaler Dimension derzeit im Euroraum und in China zu finden ist. Nicht weniger als sechs der zehn höchstverschuldeten Länder der Welt liegen im Euroraum – und Italien ist nicht einmal dabei. Gewaltig gewachsen ist in China nicht nur die Wirtschaft, sondern überproportional auch der Schuldenberg.

Doch auch diese Erkenntnisse sollten nicht zu vorschnellen Schlussfolgerungen verleiten. Während unsere Analyse Hinweise auf das „Wo“ der nächsten Schuldenkrise geben kann, muss die Antwort auf das „Wann“ offen bleiben. Hier spielt auch die Marktpsychologie eine Rolle, denn die Einschätzung der Schuldentragfähigkeit durch den Kapitalmarkt kann sich sehr schnell ändern. Unser konjunktureller Optimismus für das laufende Jahr bleibt grundsätzlich bestehen, auch wenn die Wachstumsdynamik ihren Höhepunkt überschritten hat und sich die Wachstumskräfte vom Euroraum in die USA verschoben haben. Die konjunkturelle Dynamik hat in Europa allerdings spürbar nachgelassen. Der fiskalpolitische Handlungsspielraum für Gegenmaßnahmen ist durch die vorherrschende hohe Verschuldung gering. Auch die EZB kann nicht weiter stimulieren, da sie bereits einen sehr expansiven Kurs verfolgt. Nur die Fed hat sich durch Zinssteigerung Spielraum verschafft. Zudem bringt die politische Lage mehr Volatilität in die Kapitalmärkte. Besonders die drohende Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und den großen westlichen Industrienationen sowie China sorgt für Nervosität. Strafzölle werden mit Vergeltungszöllen beantwortet. Das könnte, wie in unserem Ausblick auf das Jahr 2017 beschrieben, in einer Negativspirale mit einhergehenden Kursverlusten an den Aktienmärkten enden. Die Risiken für eine Fortsetzung des Aufschwungs haben daher zugenommen.

Ihr

Thomas Fischer

Hamburg, Juni 2018

SCHULDEN: WO DROHT DIE NÄCHSTE KRISE?

Die geplanten massiven Ausgabenprogramme der neuen italienischen Regierung schüren **Ängste vor einer neuen Schuldenkrise** im Euroraum. Mit einem Staatsschuldenstand von 132 Prozent des Bruttoinlandproduktes (BIP) ist Italien nach Griechenland der Spitzenreiter in der Europäischen Union. Wir nehmen die aktuelle Diskussion über Italien zum Anlass, die Verschuldungsproblematik genereller zu analysieren. Nicht nur übermäßige Staatsschulden können Krisen auslösen, sondern auch, wie leidvoll während der US-Finanzkrise zu erfahren war, zu hohe Schulden des privaten Sektors. Während Staaten ihre Schuldentragfähigkeit zur Not über Steuererhöhungen verbessern können, steht dieses Instrument den Privaten nicht zur Verfügung. Private Schuldner können daher am Kapitalmarkt schneller Vertrauen verspielen als öffentliche. Auch ein globaler Vergleich der privaten und öffentlichen Verschuldung ist hilfreich, um die Situation in Italien und ihre Auswirkung auf die Asset Allokation einschätzen zu können. Eine zusätzliche Brisanz bekommt die Verschuldungsproblematik durch die Tatsache, dass sowohl in den USA als auch in Europa die Zinsen steigen, denn dies kann der Auslöser einer allgemeinen Kreditkrise werden.

Die US-Schuldenkrise von 2007/2008

Vor zehn Jahren spitzte sich in den USA die Finanzkrise zu, die im September 2008 zum Zusammenbruch von Lehman Brothers führte und eine **globale Rezession** auslöste. Eine durch Niedrigzinsen genährte Immobilienblase, die mangelnde Bankenregulierung, die fehlende Regulierung der Schattenbanken sowie das Verhalten der Ratingagenturen waren wesentliche Faktoren für den Eintritt und das Ausmaß der Krise. Gemessen am Case-Shiller-Hauspreisindex hatten sich die Immobilienpreise in den USA zwischen den Jahren 2000 und 2006 nahezu verdoppelt. Im gleichen Zeitraum wurden die Kreditvergabestandards stark gesenkt. Dies führte zu einem Anstieg der privaten Verschuldung, dessen Tempo deutlich höher als das Wirtschaftswachstum war. Im Verhältnis zum BIP lag die Verschuldung der privaten Haushalte im Jahr 2000 bei 69 Prozent. Bis Anfang 2008 war dieser Wert auf 98 Prozent gestiegen. Nach dem Platzen der Immobilienblase konnten viele Haushalte ihre Hypothekenschulden nicht mehr begleichen. Der dadurch ausgelöste Einbruch des privaten Konsums traf die US-Unternehmen, die sich in den Jahren vor der Krise ebenfalls stark verschuldet hatten, besonders hart: Sie waren nicht nur mit sinkender Nachfrage, sondern auch mit einer Drosselung des Kreditangebots durch den angeschlagenen Bankensektor konfrontiert.

Der **Anstieg der privaten Verschuldung** in den USA hat die Finanzkrise nicht nur mitverursacht, sondern erklärt auch ihr Ausmaß und ihre Dauer. Durch globale Kreditbeziehungen zwischen Banken konnte sich eine lokale Immobilienkrise in den USA zur größten globalen Rezession seit der Großen Depression ausweiten. Es lohnt sich daher, zehn Jahre nach dem Beginn der Krise genauer hinzuschauen, ob bereits wieder Anzeichen einer neuen Schuldenkrise zu erkennen sind. Die nachfolgende Analyse basiert auf den Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Die Hypothese der finanziellen Instabilität

Der US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler **Hyman P. Minsky** entwickelte in den siebziger und achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts seine „Hypothese der finanziellen Instabilität“. Aus seiner Sicht gibt es ein immer wiederkehrendes Krisenmuster in Marktwirtschaften. Die Antriebsfedern der Konjunktur sind insbesondere die kreditfinanzierten Ausgaben von Unternehmen. Durch Kreditschöpfung können Investitionen die Höhe der volkswirtschaftlichen Ersparnis bestimmen. Sie werden durch Kredite vorfinanziert, erhöhen das volkswirtschaftliche Einkommen – damit auch die Ersparnisse – und finanzieren sich auf diese Weise selbst.

Doch es wäre zu schön, wenn die Volkswirtschaft dem alttestamentarischen Krug der Witwe gleichen würde, der sich beim Ausleeren wieder selbst befüllt. Nicht alle Investitionen, die Geschäftsbanken vorfinanzieren, sind rentabel. Minsky unterscheidet daher **unterschiedliche Formen der Finanzierung**. Die gesündeste ist das „hedge financing“, bei dem die Zins- und Tilgungszahlungen aus den Cashflows der Investition bezahlt werden. Bei der „spekulativen Finanzierung“ können nur die Zinszahlungen aus dem Einkommen getätigt werden. Die Verschuldung selbst muss regelmäßig durch neue Schulden refinanziert werden, wie dies etwa die meisten Staaten und Banken machen. Die nächste Stufe ist die „Ponzi-Finanzierung“, die das Kettenbriefsystem beschreibt. Zur Leistung von Zinszahlungen müssen Aktiva verkauft oder neue Schulden aufgenommen werden. Diese Form der

Finanzierung, bei der die Zahl der Schuldner ständig zu- bzw. der Wert der Assets abnimmt, stellt eine instabile und in der Regel betrügerische Art der Finanzierung dar.

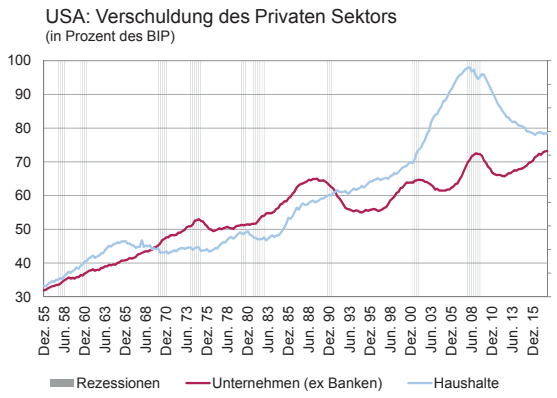
Aus Minskys Sicht unterscheiden sich verschiedene Finanzierungsregime nach ihrer Solidität. Minskys Hypothese der finanziellen Instabilität besagt, dass während einer längeren konjunkturellen Aufschwungphase die **Finanzierungen immer spekulativer und unsolider** werden und es schließlich zu einem Dominoeffekt von Kreditausfällen kommt, der einen Verfall der Assetpreise auslöst.

Der „Minsky Moment“

Minsky, der im Jahr 1996 verstarb, gehörte nicht zu den breit anerkannten Ökonomen in den USA und wurde zu seinen Lebzeiten wenig rezipiert. Das änderte sich allerdings schlagartig mit der Finanzkrise im Jahr 2008, die sich exakt nach dem **Drehbuch von Minsky** abzuspielen schien. Nach einem langen Aufschwung hatten sich insbesondere im Immobilienbereich viele unsolide Finanzierungsformen etabliert. Bei Sub-Prime-Loans wurden Kredite praktisch ohne Kreditwürdigkeitsprüfung vergeben und zu Strukturen gebündelt, die aufgrund ihrer Konstruktion und den historischen statistischen Eigenschaften von den Rating-Agenturen mit Bestnoten versehen und global an Investoren weiterverkauft wurden. Kredite wurden teilweise ohne Amortisierung, oder sogar mit negativer Amortisation, vergeben, da die zukünftige Wertsteigerung der Immobilien die Rückzahlung zu garantieren schien. In Minskys Worten sind diese „spekulativen“ Finanzierungsformen typisch für die Hochphase des Finanzzyklus. Und auch für die „Höchstform“ der spekulativen Finanzierung, dem betrügerischen Ponzi-System, gab es mit Bernard Madoff einen exemplarischen Fall.

Die Krise beginnt im „**Minsky Moment**“, wenn die ersten Zahlungsausfälle einen Kreislauf in Gang setzen, der sich aus restriktiverer Kreditvergabe, weiteren Zahlungsausfällen, kollabierenden Assetpreisen und Bankenkrisen zusammensetzt. In diesem Zusammenhang spielen auch die sogenannten „Covenants“ eine große Rolle, also bestimmte Klauseln oder (Neben-)Abreden in Kreditverträgen und Anleihebedingungen. Die Verschlechterung der Bonität eines Schuldners kann beispielsweise dazu führen, dass Kredite vorzeitig zurückgezahlt werden müssen, was die Dynamik der Kreditspirale noch verstärkt. Disfunktionalitäten des Banken- und Finanzsektors können den Zugang zum Kreditmarkt sogar komplett unmöglich machen. Durch die wechselseitige Verflechtung von Schuldnern und Gläubigern kann es so zu einer Kettenreaktion von Kreditausfällen kommen.

Der **Verfall der Vermögenspreise** und der **Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität** kann zu einer allgemeinen Deflation führen, die das Problem noch weiter verschärft. Die hohe Verschuldung wird in einer Deflation zu einer zunehmenden realen Belastung und hemmt die Konjunktur noch mehr. Es kommt zu einer Schulden-Deflationsspirale, die der Ökonom Irving Fisher aus den Erfahrungen der großen Depression heraus in den dreißiger Jahren des letzten Jahrhunderts beschrieben hatte.



Der Begriff „Minsky Moment“ wurde vom US-Ökonomen und PIMCO-Rentenfondsmanager Paul McCulley geprägt und ursprünglich für die Russlandkrise im Jahr 1998 benutzt. Später verwendete ihn der damalige UBS-Ökonom George Magnus für den Beginn der Finanzkrise in den USA. Der „Minsky Moment“ wurde von Magnus im August 2007 diagnostiziert, also noch mehr als ein Jahr vor der Lehman-Pleite. Im Euroraum kam es damals zu einem massiven Anstieg der Zinssätze im Interbankenhandel, der die Europäische Zentralbank am 9. August 2007 dazu veranlasste, den Banken insgesamt knapp 95 Mrd. Euro Liquidität zur Verfügung zu stellen.

Wann kommt die nächste Krise?

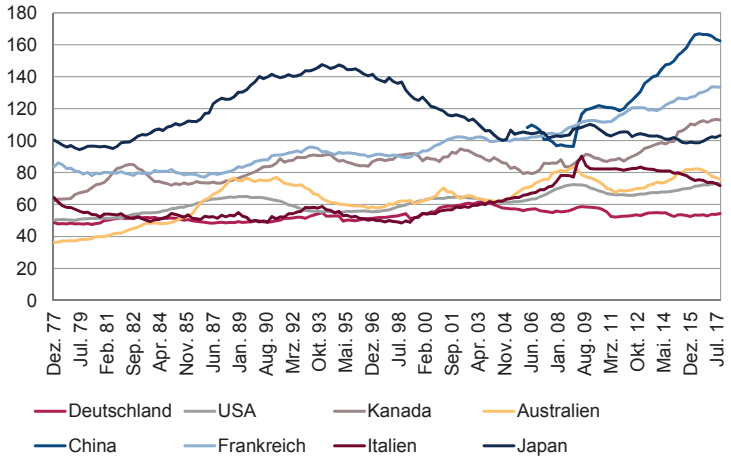
In der Grafik sind die **Verschuldungszyklen** in den USA deutlich zu erkennen. Dargestellt ist die Gesamtverschuldung des Unternehmenssektors (außer Finanzunternehmen) und des Haushaltssektors, jeweils in Prozent des BIP. Beide Verschuldungsgrade steigen im Zeitverlauf an. Insbesondere die Unternehmensverschuldung weist dabei ein zusätzliches zyklisches Muster auf, das mit den Konjunkturphasen korreliert und Minskys Theorie zu bestätigen

scheint. Vor Rezessionen kommt es häufig zu einem Anstieg der Verschuldung, der seinen Höhepunkt kurz vor Beginn des konjunkturellen Wendepunkts erreicht. Etwas weniger zyklisch verläuft die Haushaltsverschuldung. Besonders auffällig ist der starke Anstieg nach dem Jahr 2001, als die US-Zentralbank die Leitzinsen massiv senkte.

Die niedrigen Zinsen haben in vielen Ländern zu einem Anstieg der Unternehmensverschuldung geführt.

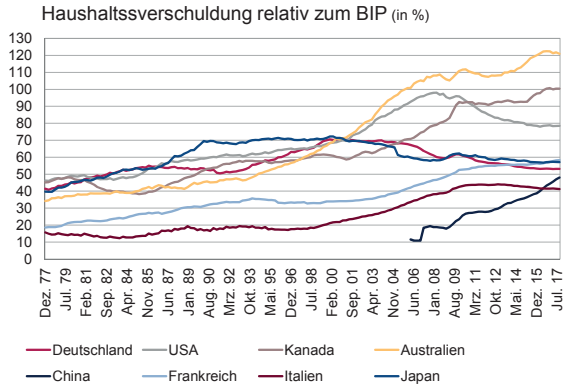
Steht in den USA ein neuer „Minsky Moment" vor der Tür? Die Verschuldung der Unternehmen relativ zum BIP hat inzwischen wieder die Höchststände aus dem Jahr 2008 erreicht. Das ist für sich genommen aber noch kein Grund für eine Krise. Erstens steht der zunehmenden Verschuldung der Unternehmen eine deutliche Entschuldung der privaten Haushalte gegenüber. Zweitens sind in den USA viel weniger unsolide Finanzierungsformen zu erkennen als vor zehn Jahren. Der Bankensektor ist wesentlich stärker reguliert, die Kreditvergabe strenger und die Fremdfinanzierungsquote („leverage") insgesamt deutlich geringer als vor der Finanzkrise. Drittens verfügen die Unternehmen in den USA über rekordhohe Kassenbestände, die sie unabhängiger von der Kreditvergabebereitschaft der Banken machen.

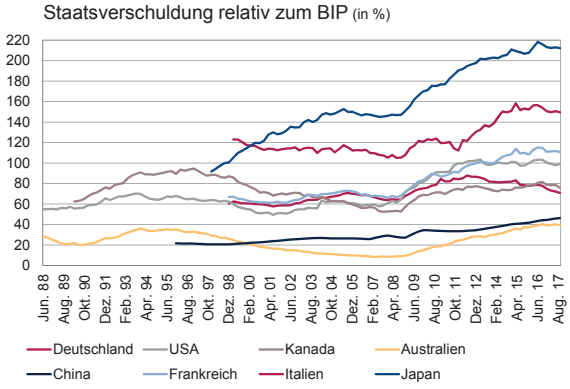
Unternehmensverschuldung relativ zum BIP (in %)



Wie aber sieht es in anderen Ländern aus? **Mit Blick auf die Unternehmensverschuldung liegt Frankreich schon seit Jahrzehnten über dem internationalen Durchschnitt.** 60 Prozent der Kreditexpansion im Euroraum kommen aus Frankreich, obwohl das Land nur 20 Prozent der Wirtschaftsleistung ausmacht. Im Dezember 2017 hat daher der französische „Stabilitätsrat", der sich aus dem Finanzminister und dem Präsidenten der Zentralbank zusammensetzt, die Kreditvergabe der Banken an hochverschuldete Unternehmen auf fünf Prozent ihres Kapitals beschränkt. Die Statistiken zeigen jedoch, dass nicht die Kreditvergabe der Banken den Kreditboom in Frankreich treibt, sondern Kapitalmarktprodukte wie Unternehmensanleihen. Insbesondere die großen französischen Unternehmen haben sich in den letzten Jahren massiv und oft kurzfristig mit solchen Instrumenten Liquidität verschafft. Häufig wurden mit den Investitionserlösen Überkreuzbeteiligungen finanziert. Der Kreditboom ist auch ein Indiz für die mangelhafte Profitabilität französischer Großkonzerne und die damit einhergehende geringe Fähigkeit zur Innenfinanzierung.

Hinsichtlich Dynamik und Niveau wirkt die **Kreditexpansion der chinesischen Unternehmen** noch besorgniserregender als die französische Entwicklung. Sie spiegelt wider, dass die Steuerung des chinesischen Wachstums vor allem über die Kreditvergabe erfolgt. Nur durch eine ständig steigende Verschuldung des Unternehmenssektors relativ zum BIP konnte das hohe Wachstum der letzten Dekade generiert werden. Deutlich erkennbar ist allerdings auch die restriktivere Kreditvergabe seit dem Jahr 2016, die bislang keinen Wachstumseinbruch erzeugt hat. Die Verschuldungsproblematik relativiert sich zum Teil dadurch, dass die Auslandsverschuldung relativ gering ist und in vielen Fällen sowohl Gläubiger als auch Schuldner staatliche Unternehmen sind.





Bei der **Haushaltsverschuldung** fallen die Entwicklungen in Australien und Kanada auf. Während die Tendenz in Deutschland und den USA in den letzten Jahren rückläufig war, ist die Haushaltsverschuldung relativ zum BIP in diesen Ländern deutlich angestiegen und hat die Marke von 100 Prozent inzwischen erreicht bzw. schon deutlich überschritten. In beiden Ländern wird die Haushaltsverschuldung von den Immobilienkrediten getrieben. Während in den USA die Immobilienpreise nach der Finanzkrise einbrachen, befinden sich die australischen und kanadischen Immobilienmärkte in einem ungebremsten Aufwärtstrend. Es ist daher kein Zufall, dass Toronto und Sydney in den Ranglisten der teuersten Immobilienmärkte weltweit ganz oben auftauchen. Ob ein „Minsky Moment" in Kanada und Australien jedoch ähnliche globale Folgen wie die US-Krise vor zehn Jahren hätte, ist eher fraglich.

Die Zyklen der Staatsverschuldung

Minsky beschreibt in seiner Theorie die Zyklen der privaten Verschuldung, wobei das Finanzierungsverhalten der Unternehmen im Mittelpunkt steht. Doch auch die **Staatsverschuldung weist ein zyklisches Muster auf**. Die Staatsverschuldung relativ zum BIP steigt während und nach einer Rezession an und sinkt im Aufschwung und in der Boomphase. Grund hierfür sind die „eingebauten Stabilisatoren": Im Abschwung sinken Steuereinnahmen und steigen Sozialausgaben, im Aufschwung ist es genau umgekehrt. Gleichzeitig steigt der Nenner des Verhältnisses von Staatsschulden zu BIP während eines Aufschwungs und fällt während einer Rezession.

Die Grafik, die auf den Definitionen der BIZ beruht und daher nicht exakt mit den Abgrenzungen der nationalen Statistikämter übereinstimmt, macht deutlich, dass **kaum ein Land seine Staatsfinanzen im aktuellen Aufschwung konsolidiert hat**. Nicht nur in Japan und Italien, sondern auch in China, Australien, Kanada und Frankreich nimmt die Staatsverschuldungsquote weiter zu. In genau jenen Ländern also, die bei der Untersuchung der privaten Verschuldung bereits auffällig waren. Das verstärkt die Brisanz der Verschuldungsproblematik, denn die Verschuldung des privaten Sektors kann bei gleichzeitig steigender Staatsverschuldung praktisch nur noch mit geldpolitischen Mitteln gelöst werden – oder mit einem harten Sparkurs.

Die Staatsverschuldung weist nicht nur ein kurzfristiges konjunkturelles sondern auch ein **langfristiges zyklisches Muster** auf. Mit diesem Thema haben sich Carmen Reinhardt und Kenneth Rogoff intensiv auseinandergesetzt. Sie haben dabei bestimmte historische Muster der Staatsverschuldung herausgearbeitet:

- Im Vorfeld einer Schuldenkrise steigen die Staatsverschuldung und die **kurzfristige Finanzierung** massiv an.
- **Bankenkrisen** sind häufig Vorboten, Auslöser oder Begleiterscheinungen von Staatsschuldenkrisen.
- Vor einer Bankenkrise steigt in der Regel die **Auslandsverschuldung**.

Staatsschuldenkrisen haben eine niedrigere Frequenz als typische Konjunkturzyklen. Reinhardt und Rogoff weisen nach, dass historisch bis zu 40 Jahre zwischen größeren Schuldenkrisen vergehen.

Zusätzlich zur Höhe der Staatsschulden müssen die nachfolgenden Faktoren beachtet werden, um die Problematik der Verschuldungssituation richtig einschätzen zu können.

- **Leistungsbilanz**: Ländern mit einem Leistungsbilanzüberschuss sind nicht auf ausländische Kapitalzuflüsse angewiesen und können daher eine höhere Verschuldung besser verkraften.
- **Primärhaushalt**: Ein Haushaltsüberschuss vor Zins- und Tilgungszahlungen ist eine wichtige Voraussetzung für den Abbau der Staatsverschuldung.
- **Gläubigerstruktur**: Wenn die Gläubiger der Staatsschulden überwiegend Inländer oder sogar selbst staatlich sind, schützt dies vor Refinanzierungsproblemen.
- **Fälligkeitsstruktur**: Je kürzer die Fälligkeiten sind, desto anfälliger ist ein Land für Schuldenkrisen.
- **Verzinsung**: Die durchschnittliche Verzinsung der Staatsschuld reagiert verzögert auf das allgemeine Zinsniveau. Zinssenkungsphasen führen zu einer allmählichen, aber lang anhaltenden Senkung des Schuldendienstes.
- **Steuersystem**: Ein hoher Spielraum für Steuererhöhungen erhöht die Schuldentragfähigkeit.
- **Preisentwicklung**: In einem inflationären Umfeld verbessert sich die Verschuldungssituation, da Staatsschulden in der Regel nominal fixierte Verbindlichkeiten sind.

Bei der **Lösung von Staatsschuldenkrisen** kommt den nationalen Notenbanken eine wichtige Rolle zu. Als Hüter der Geldwertstabilität können sie keinen Abbau der Verschuldung über steigende Inflationsraten zulassen. Umso entschiedener müssen sie allerdings eine Deflation vermeiden, die das Schuldenproblem verschärfen würde. In der Folge der Finanzkrise haben die meisten großen Zentralbanken direkt Staatsanleihen erworben, um Deflationsgefahren zu bekämpfen. Allerdings ist ein dauerhafter Aufkauf von Staatsanleihen zur Vermeidung von Schuldenkrisen nicht mit dem Mandat einer Zentralbank vereinbar. Da beide Fälle in der Praxis nicht trennscharf zu unterscheiden sind, bewegen sich die Anleihekäufe der Notenbanken ordnungspolitisch in einem Graubereich.

Wenn geldpolitische und fiskalische Mittel zur Abwendung von Schuldenkrisen nicht ausreichen, kommen Organisationen wie der Internationale Währungsfonds (IWF) oder der neugeschaffene Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ins Spiel. Diese Organisationen können Notkredite vergeben und direkt Staatsanleihen erwerben, wobei den betroffenen Ländern Auflagen gemacht werden. Auch bei **Umschuldungen** können diese Organisationen eine wichtige Rolle spielen. Interessant ist dabei, dass in Folge der Griechenlandkrise alle Staatsanleihen aus dem Euroraum, die nach Januar 2013 emittiert wurden, mit identischen „Collective Action Clauses“ (CAC) ausgestattet sind. Solche Klauseln sehen vor, dass nicht mehr alle Gläubiger, sondern lediglich eine qualifizierte Mehrheit einer Umschuldung zustimmen müssen. Schuldenrestrukturierungen können im Euroraum also zunehmend leichter umgesetzt werden.

Das Gesamtbild

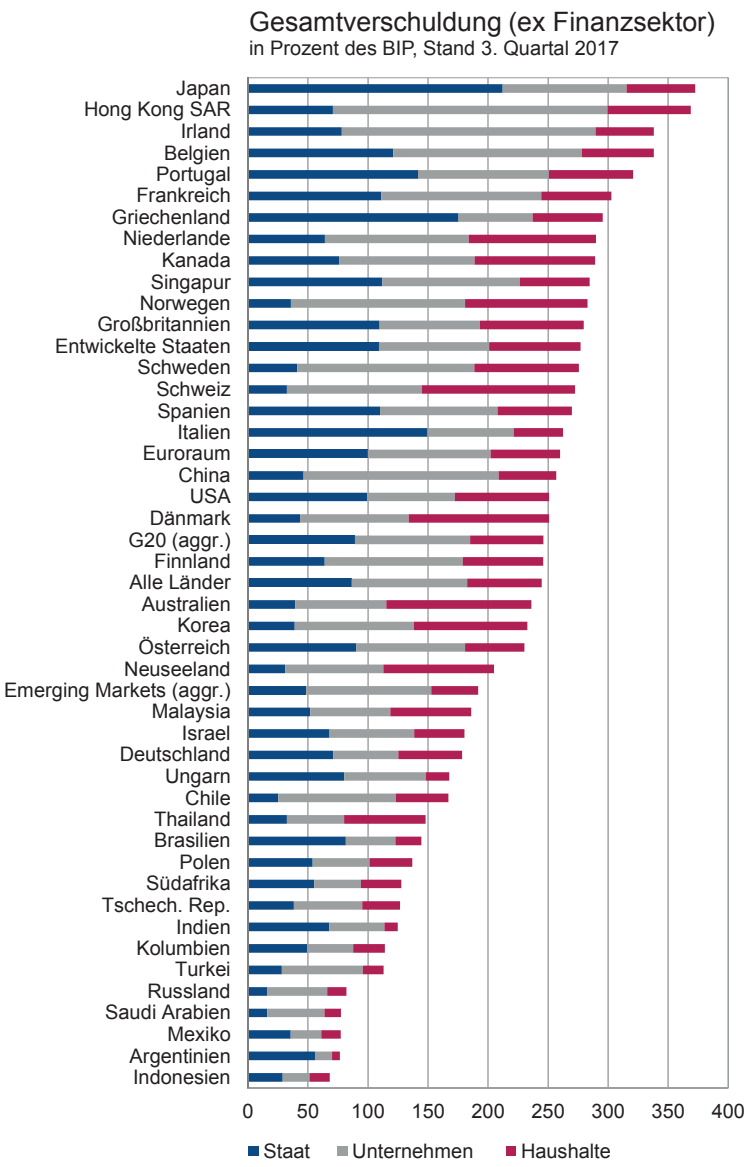
Addiert man die Verschuldung der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, der Haushalte und des Staats, lässt sich das **Verhältnis der Gesamtverschuldung zum BIP** errechnen. Es liegt in den entwickelten Staaten im Durchschnitt bei 277 Prozent und in den Schwellenländern bei durchschnittlich 192 Prozent. Globaler Spitzenreiter ist weiterhin Japan mit einem Wert von 372 Prozent, der durch die enorm hohe Staatsverschuldung nach oben getrieben wird. Da die Staatsschulden jedoch mehrheitlich von den Inländern gehalten werden, die japanische Zentralbank die Kapitalmarktzinsen direkt steuert, häufig sowohl Schuldner als auch Gläubiger staatlich sind und Japan zudem noch einen deutlichen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet, droht kurzfristig keine Schuldenkrise.

Bedenklich dagegen ist, dass mit Irland, Belgien, Frankreich, Portugal, Griechenland und den Niederlanden **mehr als die Hälfte aller Top-Ten-Schulden-Nationen dem Euroraum angehören**. Die extrem expansive Geldpolitik der EZB dürfte ein wesentlicher Auslöser für diese Entwicklung gewesen sein. Die sich abzeichnende langsame Normalisierung der Geldpolitik der EZB könnte daher zu Problemen führen. Da die hochverschuldeten Euro-Länder keine autonome Geldpolitik betreiben können, kann nur eine nationale Sparpolitik die Verschuldung reduzieren – oder ein Schuldenschnitt. Zündstoff für politische Konflikte innerhalb des Euroraums gibt es also genug. Die italienische Gesamtverschuldung liegt dagegen absolut unauffällig auf dem Euro-Durchschnitt. Der hohen öffentlichen Verschuldung in Italien steht ein wohlhabender und wenig verschuldeter Privatsektor gegenüber.

Welche **Schlussfolgerungen** lassen sich insgesamt ziehen? Die nächsten „Minsky Momente“ werden kommen, doch der genaue Zeitpunkt ist kaum vorherzusagen. Die Stimmung an den Finanzmärkten kann blitzartig kippen. Da es kein objektives Maß für die maximal tragbare Schuldenhöhe gibt, entscheidet nicht selten die Marktpsychologie über den Zugang zur Refinanzierung am Kapitalmarkt.

Entscheidend ist jedoch nicht nur das „Wann“, sondern auch das „Wo“. Die Sprengkraft einer Schuldenkrise innerhalb des Euroraums ist gewaltig, da sie das Projekt der gemeinsamen Währung in Frage stellen kann. Positiv zu vermerken ist jedoch, dass mit Ausnahme von Frankreich alle hochverschuldeten Länder im Euroraum einen Leistungsbilanzüberschuss ausweisen. Die Niederlande und Griechenland können sogar mit Haushaltsüberschüssen glänzen. Dass auch die Fälligkeitsstrukturen und die Höhe der Auslandsverschuldung in allen EWU-Ländern nicht besorgniserregend sind, relativiert den hohen Verschuldungsgrad zu einem Teil.

Ein „Minsky Moment“ in **China** hätte auf Grund der Größe der Volkswirtschaft ebenfalls globale Folgen. Ähnlich wie in Japan ist die Verschuldung jedoch überwiegend inländisch und häufig innerstaatlich. Eine Schuldenkrise in China hätte vermutlich deutlich geringere Auswirkungen auf den globalen Finanzsektor als die US-Finanzkrise aus dem Jahr 2008. Mindestens genauso groß dürften allerdings die realwirtschaftlichen Folgen sein, da China die Rolle des globalen Wachstumsmotors übernommen hat. Da die Leistungsbilanzüberschüsse, die China seit dem Jahr 1993 kontinuierlich erwirtschaftet hat, sukzessive abnehmen und schon bald auf Grund zunehmender Defizite in der Dienstleistungsbilanz die Leistungsbilanz insgesamt defizitär werden könnte, wird das Land anfälliger für Finanzkrisen.



Während es einige Hinweise darauf gibt, wo der nächste „Minsky Moment“ stattfinden wird, muss die die Frage nach dem „Wann“ aus den genannten Gründen offen bleiben. Signale für eine massive Überhitzung des US-Immobiliensektors gab es schon im Jahr 2005, doch es dauerte noch fast drei weitere Jahre, bis es zur Krise kam. Für die Anleger bedeutet dies, sehr sorgsam auf die **Signale einer möglichen Krise** zu achten: Weiter steigende Verschuldung, steigende Zinsen, höhere Risikoaufschläge, sinkende Bonität und erste Zahlungsausfälle, vor allem im High-Yield-Sektor.

Wenn die Verschuldung schneller als die Wirtschaft wächst, kann es zu Krisen kommen.

USA UNTER VOLLDAMPF, EWU MIT PROBLEMEN

Weltwirtschaft: Mehr Gegenwind

China und die USA, die beiden größten Volkswirtschaften der Welt, zeigen sich aktuell in einer guten Verfassung. Obwohl die zyklische Erholung in den USA bereits weit fortgeschritten ist, hält die Steuerreform das Wachstum auf hohem Niveau. Dennoch nimmt der Gegenwind für die Weltwirtschaft zu, und das liegt ebenfalls an den USA. Die Einführung von Strafzöllen auf Aluminium und Stahl war der erste Schuss in einem Handelskrieg, der am Ende nur Verlierer kennt.

Neben den negativen Auswirkungen, die protektionistische Maßnahmen auf den Welthandel haben, dämpft die langsame Rückkehr der Inflation das Wachstumstempo. Während das Lohnwachstum nur moderat zunimmt, führt insbesondere der deutlich gestiegene Ölpreis zu höheren Teuerungsraten. Die starken Abwertungen einiger Schwellenländerwährungen wie der Türkischen Lira, dem Brasilianischen Real und dem Russischen Rubel verstärken die importierte Inflation und beschränken dadurch den Zinssenkungsspielraum vieler Notenbanken. Obwohl wir unsere BIP-Prognose für die USA leicht anheben, **senken wir aus den genannten Gründen unsere BIP-Prognose für die Weltwirtschaft**.

Revision der Jahresprognosen:
Wir senken unsere Prognose für das globale BIP-Wachstum im laufenden Jahr von 4,0 auf 3,8 Prozent.

USA: Keine Ermüdungserscheinungen

Nach einem Wachstum von 2,9 Prozent im vierten Quartal 2017 hat sich das US-Wachstum im ersten Quartal 2018 auf 2,3 Prozent abgeschwächt. Der drohende Handelskrieg mit China, der Einbruch der Aktienkurse im Februar sowie saisonale Sonderfaktoren dämpften die wirtschaftliche Aktivität in den ersten drei Monaten des Jahres. Der private Konsum war im Januar und Februar trotz steuerlicher Erleichterungen überraschend schwach. Doch seit März ziehen die Einzelhandelsumsätze wieder an. Bis in den April hinein sank auch die Stimmung im Unternehmenssektor, die sich allerdings ab Mai wieder deutlich erholte.

Insgesamt hat die US-Konjunktur im zweiten Quartal 2018 wieder Fahrt aufgenommen. Die aktuellen Konjunkturindikatoren deuten auf ein **Wachstum von deutlich über drei Prozent** hin. Die Entlastungseffekte der Steuerreform begünstigen den privaten Konsum und die Investitionsausgaben der Unternehmen. Die leicht restriktiven Effekte, die sich aus der Zinserhöhungen der US-Notenbank im März und im Juni ergeben, können dadurch teilweise kompensiert werden.

Beeindruckend ist weiterhin die **Stärke des US-Arbeitsmarkts**. Die sinkende Zahl der wiederholten Anträge auf Arbeitslosenunterstützung lassen auf einen weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote auf 3,5 Prozent zum Jahresende schließen. Damit ist Vollbeschäftigung erreicht oder sogar überschritten. Allerdings manifestiert sich dies bislang noch nicht in einem stärkeren Lohnwachstum. Mit 2,5 Prozent ist dies seit einiger Zeit relativ konstant und liegt gut 50 Basispunkte unter dem Wert, der bei Vollbeschäftigung zu erwarten wäre.

Trotz moderaten Lohnwachstums steigen die Inflationsraten in den USA. Die Kerninflationsraten liegen seit Jahresbeginn leicht über den Erwartungen und dürften im laufenden Jahr die Zwei-Prozent-Marke nach oben durchbrechen. Die US-Zentralbank wird daher ihren Zinserhöhungskurs fortsetzen und vermutlich sogar beschleunigen. Im laufenden Jahr sind insgesamt vier Leitzinserhöhungen möglich. Die Fed könnte mit diesem Tempo die Leitzinsen bereits im kommenden Jahr auf 3,25 Prozent anheben.

Revision der Jahresprognosen:
Wir erhöhen unsere Schätzung für das BIP-Wachstum in den USA im laufenden Jahr von 2,6 auf 2,9 Prozent.

Emerging Markets: Uneinheitliches Bild

Das **Wachstum Chinas** lag im ersten Quartal 2018 wie erwartet bei 6,8 Prozent. Erfreulich war der starke Anstieg der Gewinne in der Industrie, die im April mit einer Jahresrate von 21,9 Prozent zulegten. Eine hohe Profitabilität reduzierte die Abhängigkeit der chinesischen Unternehmen von der Kreditfinanzierung durch Banken. Dies mag auch eine Erklärung dafür sein, dass sich das Geldmengenwachstum in China weiter verlangsamt.

Inzwischen scheint die Abkühlung und der Rückgang der Kreditnachfrage jedoch schon zu weit zu gehen. Am

17. April 2018 senkte die chinesische Zentralbank überraschenderweise die Reserveanforderungen für Geschäftsbanken um einen Prozentpunkt mit der Begründung, dass so die Kreditvergaben an kleinere Unternehmen erleichtert würde.

Der Li-Keqiang-Index, der das Wachstum der Bankkredite, die Veränderung der Frachtraten im Eisenbahnverkehr und die Steigerung des Energieverbrauchs misst, ist nach Rückgängen im Februar und März im April auf 8,25 Prozent gestiegen. Im Durchschnitt liegt er in diesem Jahr ungefähr auf dem Durchschnitt des zweiten Halbjahrs 2017. Der NBS-Einkaufsmanagerindex aus dem Verarbeitenden Gewerbe stieg im Mai auf den höchsten Wert seit September 2017. Bislang sind noch keine Anzeichen zu erkennen, dass die angedrohten Strafzölle auf chinesische Exporte in die USA die wirtschaftliche Aktivität negativ beeinflusst hätten.

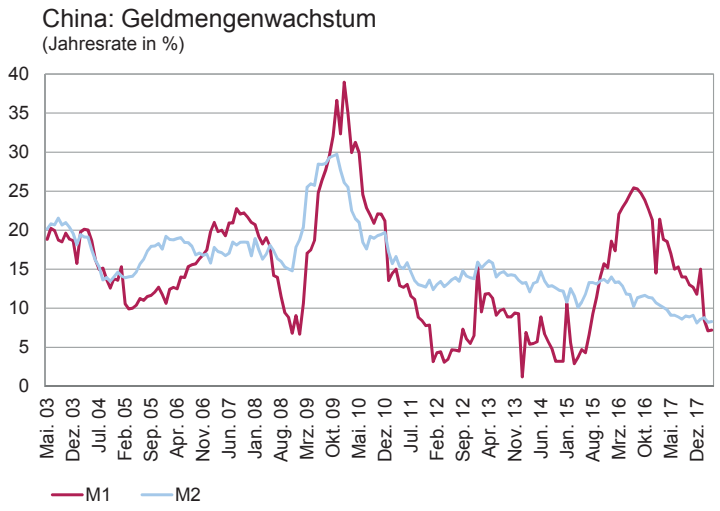
Revision der Jahresprognosen:
Wir behalten unsere Wachstumsprognose für China von 6,5 Prozent für 2018 bei.

Weiterhin zäh verläuft die wirtschaftliche Erholung in **Brasilien**. Zwar lag das Wachstum im ersten Quartal 2018 mit einem saisonbereinigten Anstieg gegenüber dem Vorquartal mit 0,45 Prozent leicht über den Erwartungen, doch waren im Detail Schwächen auf der Nachfrageseite zu erkennen. Darauf deuten auch die Indikatoren zum Verbraucher- und Unternehmervertrauen hin, die sich im April eintrübten. Verantwortlich hierfür dürften die schwache Arbeitsmarktentwicklung und politische Unsicherheiten im Vorfeld der Wahlen im Oktober 2018 sein. Der Truckerstreik im Mai, der zu einer erheblichen Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Aktivität geführt hatte, dürfte die Stimmung ebenfalls eingetrübt haben.

Trotz der wirtschaftlichen Erholung in Brasilien sind die Produktionsressourcen Arbeit und Kapital immer noch stark unterausgelastet. Ein weiteres Problem stellt die deutliche Verschlechterung des Staatshaushalts dar. Die Bruttostaatsverschuldung stieg im April 2018 auf knapp 76 Prozent des BIP an. Im April des Vorjahres lag sie noch bei 70 Prozent. Trotz der wirtschaftlichen Erholung verzeichnet der Staat immer noch ein deutliches Defizit im Primärhaushalt.

Auch in **Russland** verlief das erste Quartal 2018 schleppend. Mit einem Wachstum von 1,3 Prozent gegenüber Vorjahr wurden die Erwartungen knapp verfehlt. Nach dem Inkrafttreten der US-Sanktionen gegen Russland am 6. April haben sich die wirtschaftlichen Aussichten deutlich verschlechtert. Im Gegensatz zu früheren Sanktionen gibt es keinen Bestandsschutz für bereits existierende Investitionen in Russland. Zusätzlich fallen auch nichtrussische Firmen unter die US-Sanktionen, wenn sie mit sanktionierten russischen Unternehmen Geschäftsbeziehungen pflegen. Die stärksten Auswirkungen haben die Sanktionen auf den Aluminiumsektor, der etwa 0,5 Prozent des BIP und 2,7 Prozent der Exporte ausmacht.

Die Gefahr eines Handelskriegs mit den USA trübt die Aussichten der Schwellenländer.



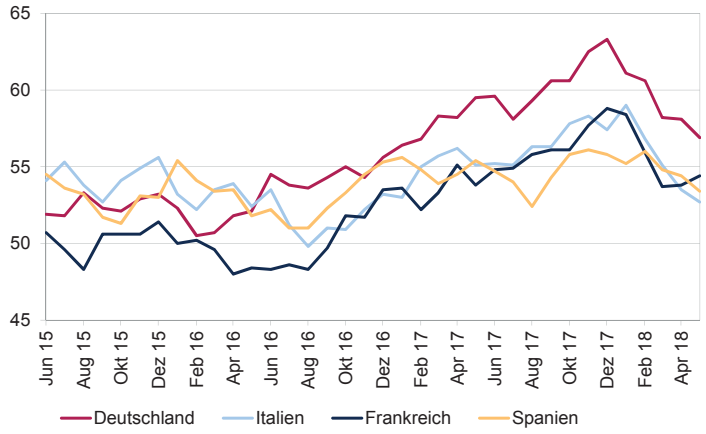
Die starke Abwertung des Rubel gegenüber dem US-Dollar erhöht die Gefahr einer importierten Inflation und begrenzt damit den Zinssenkungsspielraum der russischen Zentralbank.

Dennoch gibt es Faktoren, die die Schäden der Sanktionen lindern. Dazu zählen der Anstieg des Ölpreises und die Tatsache, dass Russland keinen signifikanten externen Finanzierungsbedarf hat. Dies gilt insbesondere für den russischen Bankensektor, der Netto-Gläubiger in Höhe von 80 Mrd. US-Dollar gegenüber dem Ausland ist. Auch der staatliche Budgetüberschuss und der Leistungsbilanzüberschuss weiten sich auf Grund des gestiegenen Ölpreises aus.

Eine positive Überraschung gab es dagegen im ersten Quartal beim BIP-Wachstum in **Indien**. Der Zuwachs von 7,7 Prozent gegenüber Vorjahr war der stärkste Wert seit dem zweiten Quartal 2016. Getrieben wurde das Wachstum von der Industrie sowie dem Agrarsektor. Die Anlageinvestitionen konnten um 14,4 Prozent gegenüber Vorjahr zulegen. Das starke Wachstum hat die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinsanhebung erhöht.

Die Stimmung im Euroraum hat sich stark eingetrübt.

Euroraum: Einkaufsmanagerindizes Verarbeitendes Gewerbe



Euroraum: Die Risiken drücken die Stimmung

Im Euroraum hat sich das Wachstum im ersten Quartal 2018 abgekühlt. So betrug der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts nur noch 0,4 Prozent gegenüber dem Vorquartal, während er im vierten Quartal 2017 noch bei 0,6 Prozent gegenüber Vorquartal lag. Die sich seit Jahresbeginn eintrübende Stimmung bei den Einkaufsmanagern hatte bereits recht frühzeitig signalisiert, dass das hohe Wachstumstempo aus dem Vorjahr nicht beibehalten werden kann.

Neben dem starken Euro, der im ersten Quartal des laufenden Jahres auf 1,25 US-Dollar je Euro kletterte, kamen als Belastungsfaktoren für die Konjunktur der hohe Ölpreis und die Unsicherheiten bezüglich der US-amerikanischen Handelspolitik hinzu. Auch der moderate Zinsanstieg im Januar und die Aussicht auf ein Ende der ultralockeren Geldpolitik könnten für die Wachstumsabschwächung verantwortlich sein, ebenso wie das **ungewöhnlich kalte Wetter**.

Neu hinzu kommen etwa seit Mitte Mai **die Sorgen um Italien**. Die neue Regierung unter Giuseppe Conte, die bereits während der Bildungsphase die Märkte stark verunsicherte, dürfte für eine anhaltende Nervosität an den Aktien- und Anleihemärkten sorgen. Denn es ist zu erwarten, dass die neue italienische Regierung versuchen wird, die Fiskalregeln zu lockern, um die angekündigten **schuldenfinanzierten Ausgabenprogramme** umsetzen zu können. Die politischen Risiken dürften daher eher nochmal ansteigen. Es ist wahrscheinlich, dass es zu einem **handfesten Konflikt mit der EU-Kommission** und den anderen EU-Staaten, insbesondere Deutschland und Frankreich, kommen wird.

Anhand der im Schwerpunkthema genannten Faktoren stellt sich die Situation Italiens wie folgt dar:

- **Leistungsbilanz**: Die Leistungsbilanz des Landes weist einen Überschuss in Höhe von 2,3 Prozent des BIP bezogen auf die letzten drei Jahre auf. Das Land kann sich somit eigenständig finanzieren und ist nicht auf externe Kapitalgeber angewiesen.
- **Primärhaushalt**: Mit 1,7 Prozent bezogen auf das BIP kann Italien einen Primärüberschuss vorweisen. Auch das Haushaltsdefizit lag Ende 2017 mit 1,9 Prozent auf einem niedrigen Niveau.
- **Gläubigerstruktur**: Stabilisierend wirkt, dass ein Großteil der Schulden Italiens von Inländern und der EZB gehalten wird. Nur etwa 36 Prozent des ausstehenden Verbindlichkeiten werden von Ausländern oder ausländischen Institutionen gehalten.
- **Fälligkeitsstruktur**: Im Rest des Jahres 2018 werden Staatsanleihen im Wert von 215 Mrd. Euro fällig, 2019 sind es 282 Mrd. Euro und ein Jahr später 233 Mrd. Euro. Dies ist ein nicht unerheblicher Teil der ausstehenden Verbindlichkeiten, der durch neue Anleihen refinanziert werden muss. Italien ist auf einen ungestörten Zugang zum Primärmarkt angewiesen.
- **Verzinsung**: Es darf nicht außer Acht gelassen werden, dass durch den Zinsrückgang der letzten Jahre die Zinslast immer weiter gesunken ist. Lag der durchschnittliche Kupon auf alle ausstehenden Staatsanleihen des Landes vor wenigen Jahren noch bei über vier Prozent, ist er mittlerweile deutlich gesunken und dürfte im nächsten Jahr weiter auf nur noch 2,7 Prozent fallen, wenn die Zinsen auf den aktuellen Niveaus bleiben. Zwar ist die relative Verschuldung hoch, steigt seit einigen Jahren aber auch nicht weiter an. Die Belastung aus dem Schuldenberg ist dank sinkender Zinsen somit auch für Italien rückläufig.
- **Steuersystem**: Italien liegt nach einem Vergleich der OECD im oberen Mittelfeld bezogen auf die Steuerlast von Privathaushalten. Bei der Unternehmens- und Mehrwertsteuer scheinen die steuerpolitischen Spielräume aber mit bereits recht hohen Sätzen ausgereizt zu sein.
- **Preisentwicklung**: Die deflatorische Phase der Jahre 2014 bis 2016 ist nach den aktuellen Inflationszahlen zu urteilen überwunden, was die Verschuldungssituation zusätzlich verbessert, da die Staatsschulden nominal fixierte Verbindlichkeiten darstellen.

Insgesamt stellt sich die Situation Italiens besser dar, als vielleicht auf den ersten Blick vermutet. Trotz allem bleibt das Risiko einer Eskalation im Jahresverlauf und darüber hinaus aber bestehen. Eine Eskalation der Situation in Italien könnte das neu aufgebaute Vertrauen in den Euroraum nachhaltig beschädigen. Die Frage, wann und ob es zu einer Verschärfung kommt, ist wohl am Ende auch eine psychologische.

Wie sich ein größerer politischer Konflikt auf die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes auswirkt, konnte am Beispiel Griechenlands studiert werden, als sich das Land im Jahr 2015 zunächst nicht mit den internationalen Kreditgebern einigen konnte. Kapitalverkehrskontrollen, ein starker Zinsanstieg, von EZB-Notkrediten abhängige Banken, eine Einstellung der Kreditvergabe und ein Stopp der Bargeldversorgung hatten im Jahr 2015 zu einer schweren wirtschaftlichen Krise in Griechenland geführt. Auch wenn es aufgrund der **Größe Italiens** vermutlich nicht zu einem solch drastischen Szenario kommen dürfte, werden sich die Unsicherheiten bezüglich der weiteren politischen Entwicklung als Bremsklotz für die italienische Wirtschaft erweisen und damit auch die **Stimmung im Euroraum trüben**.

Dennoch geht das aktuelle Niveau der Frühindikatoren im Bereich von etwa 55 Punkten nach wie vor mit einem **moderaten Wachstum** im Euroraum einher. Die Arbeitslosigkeit ist **rückläufig und das Konsumentenvertrauen liegt weiterhin auf einem sehr hohen Niveau**, so dass der Binnenkonsum eine tragende Säule des Wachstums sein dürfte. Dass auch der **Euro etwas schwächer geworden ist**, dürfte vor allem den exportstarken deutschen Unternehmen helfen. Unterstützend hinzu kommt das zur Jahresmitte anziehende Wachstum in den USA. Unsere Prognose vom Jahresbeginn korrigieren wir angesichts der Unsicherheiten in Italien und des schwachen ersten Quartals dennoch leicht nach unten.

Revision der Jahresprognosen:
Statt 2,3 Prozent Wachstum rechnen wir für 2018 nun mit einem Wachstum des BIP im Euroraum von 2,0 Prozent.

Deutschland: Dämpfer im ersten Quartal

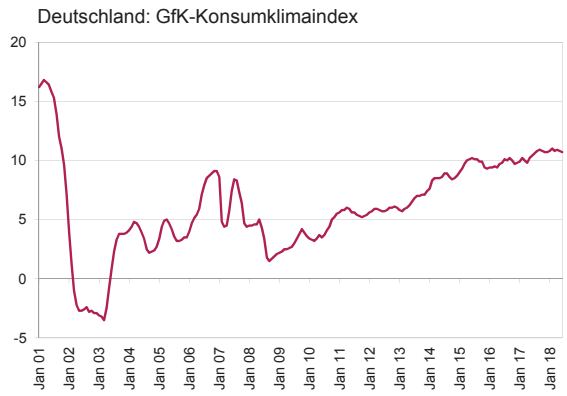
Die deutsche Wirtschaft musste im ersten Quartal einen kleinen Dämpfer hinnehmen. Zwar konnte das Bruttoinlandsprodukt um 0,3 Prozent zulegen, aber die Wachstumsgeschwindigkeit hat merklich abgenommen, nachdem im vierten Quartal 2017 das Wachstum noch bei 0,6 Prozent und im dritten sogar bei 0,7 Prozent lag. Ursächlich für die Wachstumsabschwächung waren eine Reihe von Sondereffekten. Dazu zählen neben den für den gesamten Euroraum gültigen Gründen:

- Warnstreiks zu Jahresanfang
- Schwere Grippewelle
- Weniger Arbeitstage durch frühes Osterfest
- Geringere Staatsausgaben durch laufende Regierungsbildung und Rückgang der Migration

Während diese Faktoren nun in den Hintergrund treten dürften, kommt als mögliche neue Belastung vor allem für die deutsche Wirtschaft eine **Eskalation des Handelsstreits mit den USA hinzu**. Die Einführung von Zöllen auf Stahl- und Aluminiumexporte in die USA hat die Europäische Union nach den Regeln der WTO ab 1. Juli 2018 mit **Vergeltungszöllen** beantwortet.

Wegen der US-Strafzölle auf Stahl und Aluminium haben die EU und Kanada ein mehrstufiges Anhörungsverfahren bei der Welthandelsorganisation eingeleitet. Eine endgültige Klärung der Angelegenheit könnte aber mehrere Jahre dauern. Auch Mexiko fordert eine Prüfung der neuen US-Zölle. Sie verstoßen nach Auffassung der mexikanischen Regierung unter anderem gegen das Allgemeine Zoll- und Handelsabkommen (GATT).

Dennoch könnten die Vergeltungsmaßnahmen der EU nun wiederum eine Gegenreaktion der USA auslösen und **Zölle beispielsweise auf Autos**, wie vom US-Präsidenten bereits angedroht, erhoben werden. Dies träfe die deutsche Wirtschaft an einer empfindlichen Stelle. Allerdings haben auch die USA bei einem handfesten Handelskrieg viele Nachteile zu befürchten, so dass eine Einigung trotz der verbalen Scharmützel immer noch das wahrscheinlichere Szenario darstellt.



Auf der anderen Seite bleibt der **private Konsum** in Deutschland eine Stütze des Wachstums. Denn die jüngsten Abschlüsse der Gewerkschaften bewegen sich im Bereich von etwa drei Prozent p. a. Damit dürfte der **Reallohnzuwachs** über dem Vorjahreswert von 0,8 Prozent liegen. Entsprechend **optimistisch** zeigen sich nach wie vor **die Konsumenten**. Vom Lohnzuwachs profitieren zudem immer mehr Menschen, da auch die Anzahl der Beschäftigten im Vergleich zum Vorjahresquartal um über 600.000 auf nun 44,3 Mio. Beschäftigte zugelegt hat. **Damit hat der Beschäftigungsstand einen Rekordwert erreicht**. Der Konsum dürfte zusammen mit dem Bausektor und dem Außenhandel weiterhin zum Wachstum beitragen. Unsere Prognose reduzieren wir dennoch aus den genannten Gründen etwas nach unten.

Revision der Jahresprognosen:
Statt 2,5 Prozent Wachstum rechnen wir für 2018 nun mit einem Wachstum des BIP in Deutschland von 2,2 Prozent.

GEDÄMPFTER OPTIMISMUS

Das Umfeld bleibt konstruktiv

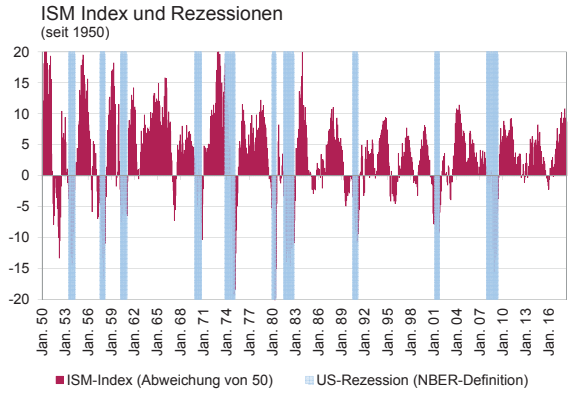
Trotz der **optimalen Ausgangslage zum Jahresbeginn** war das erste Halbjahr 2018 von vielen Unwägbarkeiten für die Aktienmärkte geprägt. Zunehmende politische Unsicherheiten in Asien und Europa, eine immer protektionistischere Politik ausgehend von den USA, steigende Zinsen sowie eine Wachstumsverlangsamung im ersten Quartal machten vielen Anlegern schmerzhaft deutlich, dass es sich bei den rekordniedrigen Schwankungen des letzten Jahres eher um eine Ausnahme als die Regel handelte. Es stellt sich die Frage, ob es sich bei den teils scharfen Aktienmarktreaktionen in den ersten sechs Monaten des Jahres 2018 um die ersten Anzeichen einer bevorstehenden Baisse-Phase handelt.

Obwohl auch wir die **gestiegenen Risiken** zur Kenntnis nehmen, erwarten wir für das Gesamtjahr 2018 eine insgesamt positive Wertentwicklung der Aktienmärkte. Basis dieser Einschätzung ist allen voran die weiterhin gute fundamentale Ausgangslage. Anders als am Jahresanfang sind jedoch die Risiken für einzelne Märkte gestiegen, weshalb die regionale Allokation im Jahresverlauf entscheidender wird.

Die Konjunktur begünstigt den US-Aktienmarkt

Das Wirtschaftswachstum ist einer der wichtigsten Treiber der Unternehmensgewinne, die wiederum maßgeblich die Entwicklung der Aktienmärkte bestimmen. So erreichten die US-Aktienmärkte historisch (seit 1950) ihre lokalen Höchststände zwei bis dreizehn Monate vor dem Beginn einer Rezession. Daher ist die Beantwortung der Frage, in welcher Phase des Konjunkturzyklus wir uns aktuell befinden, für Aktieninvestoren von essenzieller Bedeutung.

Während der am Jahresanfang weltweit synchron verlaufende Aufschwung für Euphorie und Sorglosigkeit an den Aktienmärkten sorgte, hat sich das Bild mittlerweile gewandelt. Dies lässt sich auch am Wert unseres Marcard-Konjunkturindikators ablesen, der im Dezember noch Maximalwerte von um die 100 Prozent erreichte und aktuell „lediglich“ 44 Prozent anzeigt. Der Großteil dieses Rückganges lässt sich dabei durch **schwächere Konjunkturzahlen aus Europa** erklären. Zwar deuten die positiven Niveaukomponenten für den alten Kontinent auch weiterhin ein moderates Wachstum an. Die **Dynamik** hat sich jedoch stark **abgeschwächt**. Es ist zu vermuten, dass der Höhepunkt des europäischen Wachstums zum Jahresbeginn 2018 erreicht wurde. Anders sieht es in den USA aus, wo weiterhin starke Frühindikatoren auf einen anhaltenden Wirtschaftsboom hindeuten. Vor allem die **US-Steuerreform** scheint den zweitlängsten Aufschwung der US-Geschichte noch einmal zu verlängern. So war der ISM-Index bei neun von zehn Rezessionen in den USA seit 1950 nahe bei oder unter der 50-Punkte-Marke, bevor ein Abschwung einsetzte. Der aktuelle Wert von 58,7 deutet hingegen eine hohe Dynamik an und lässt noch keine Rezession am kurzfristigen Horizont erahnen.



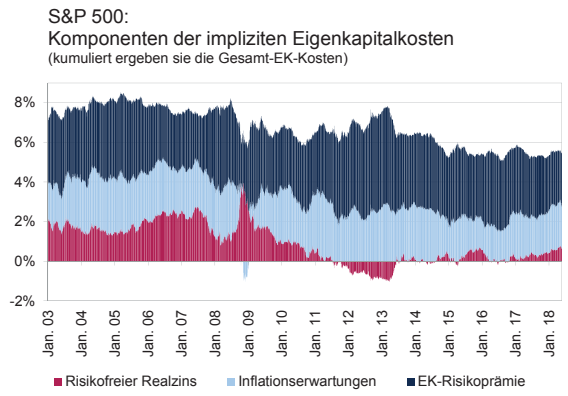
Die Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung zwischen den USA und Europa sollten sich auch in den Unternehmensgewinnen bis zum Jahresende widerspiegeln. Zwar ist eine fundamentale Unterstützung sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks gegeben, stärkere Wachstumsraten sind aber in den USA zu erwarten.

Bewertungsrisiken vor allem für US-Aktien

Die Bewertungen von Aktien hängen maßgeblich vom unterliegenden Zinsniveau, der Risikofreude der Anleger sowie den langfristigen Wachstumsaussichten der Unternehmen ab. Während letztere auf Indexebene recht stabil sind, führt ein Anstieg der Renditen oder eine erhöhte Risikoaversion ceteris paribus zu einer Verringerung des Bewertungsniveaus von Aktien. Dabei zeigt sich aktuell eine deutliche Divergenz zwischen dem europäischen und dem US-Markt.

Trotz eines weiterhin sehr geringen Zinsniveaus in Europa befinden sich die europäischen Aktienbewertungen im historischen Durchschnitt. Dies deutet daraufhin, dass die **eingepreisten Risikoprämien sehr hoch** sind. An der

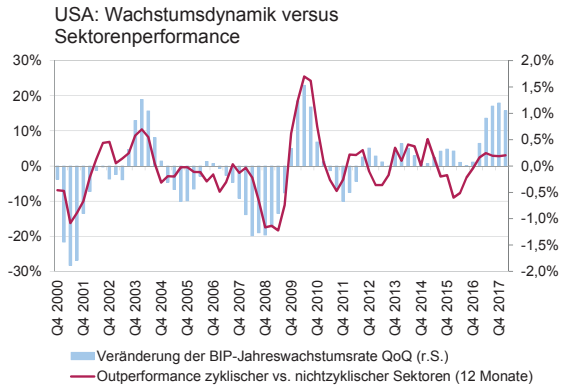
erhöhten Unsicherheit in Europa dürfte sich im Jahresverlauf wenig ändern, sodass die Risikoaufschläge für die europäischen Aktienmärkte weiterhin erhöht bleiben dürften. Hierfür sorgen zum einen die zu erwartenden Konfrontationen zwischen der neuen populistischen Regierung in Italien und der EU und zum anderen die in die Endphase eintretenden Brexit-Verhandlungen, bei denen bisher noch keine Lösung in Sicht ist. Sollte es hier jedoch bis zum Jahresende zu einer Einigung zwischen der britischen Regierung und der restlichen EU kommen, könnte der Risikohunger auf europäische Aktien aber auch wieder zulegen. Auf der Zinsseite dürften das Ende des Anleihekaufprogramms der EZB sowie aufkommende Spekulationen über den ersten Zinserhöhungsschritt im nächsten Jahr die Renditen zum Jahresende etwas ansteigen lassen. Der Gesamteffekt auf die Bewertungen europäischer Aktien sollte aber sehr gedämpft sein. Insgesamt erwarten wir eine **geringe Einengung der Bewertungsmultiplikatoren europäischer Aktien**.



Anders ist das Bild in den USA, denn hier zeigen die Aktienmärkte trotz bereits signifikant gestiegener Zinsen eine hohe Bewertung an. Das heißt, die eingepreisten Risikoprämien sind mit den erfolgten Zinsanstiegen deutlich zurückgegangen und befinden sich auf historisch niedrigen Niveaus. Zwar dürfte die gute Konjunkturlage in den USA die **Risikofreude der US-Anleger weiterhin hoch** halten, weitere Rückgänge der Risikoaufschläge sind aber nicht zu erwarten. Der Gegenwind von der Zinsseite dürfte daher perspektivisch überwiegen. Wir erwarten, dass die US-Notenbank die Zinsen in diesem Jahr noch ein- bis zweimal anheben wird, was Aufwärtsdruck für die bewertungsseitig relevanteren längerfristigen Renditen bedeutet. Im Ergebnis dürfte das **Bewertungsniveau des US-Aktienmarktes** bis zum Jahresende **zurückgehen**.

US-Steuerreform stützt zyklische Titel

Die US-Steuerreform hat dem **US-amerikanischen Konjunkturzyklus eine Verlängerung** beschert. Anstatt wie üblich zu einem so späten Zeitpunkt im Konjunkturzyklus an Fahrt zu verlieren, deutet sich eine Wachstumsbeschleunigung in den USA an. Hiervon dürften die zyklischen Sektoren wie Industrie oder Technologie profitieren. Wachstumsarme, defensivere Segmente wie Versorger oder Verbrauchsgüter sollten hingegen solange eine unterdurchschnittliche Performance aufweisen, wie die hohe Wachstumsdynamik intakt bleibt.



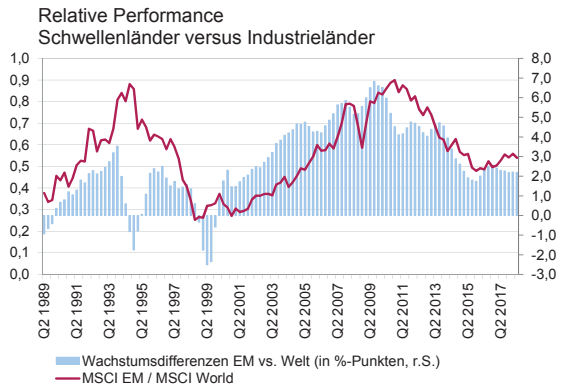
Bei den europäischen Unternehmen kommt es anders als bei den US-Titeln aufgrund der Exportorientierung auf die Wirtschaftsdynamik in den Hauptabsatzmärkten an. Da wir außerhalb des Euroraums weiter eine Beschleunigung des Weltwirtschaftswachstums im Vergleich zum Vorjahr erwarten, behalten wir die Einschätzung bei, dass auch hier die **zyklischen Sektoren zu den Outperformern** des Jahres gehören dürften. Es gilt dabei aber den Handelsstreit mit den USA zu beachten, dessen Eskalation den größten Risikofaktor für unser Hauptszenario darstellt.

Schwellenländer: Erholung nach Schwächephase

Die Aktien von Schwellenländern mussten nach einem starken Jahresbeginn zum Ende des ersten Halbjahres 2018 deutliche Kurseinbußen hinnehmen. Auslöser hierfür waren zum einen singuläre Ereignisse in einzelnen Ländern, wie zum Beispiel ein LKW-Streik in Brasilien oder verschärfte Sanktionen gegen Russland und zum anderen ein erstarkender US-Dollar. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir eine **Erholung der Schwellenländeraktien**.

Hierfür sprechen erstens die deutlich gestiegenen **Rohstoffpreise**. Insbesondere Russland und Brasilien sollten als Nettorohstoffexporteure von erhöhten Rohölpreisen

profitieren. In China sind vor allem Industriemetalle ein wichtiges Exportgut. Zweitens sorgt die **robuste Weltkonjunktur** für eine hohe Nachfrage nach Erzeugnissen der produzierenden Länder. Vor allem die gute Wirtschaftslage in den USA dürfte zu einem erhöhten Importvolumen der größten Volkswirtschaft der Welt führen. Drittens erwarten wir, dass die deutliche **US-Dollar-Aufwertung**, die zu Kapitalabflüssen aus den Emerging Markets führte, ein Ende gefunden hat. Und viertens deuten die gängigen Frühindikatoren eine ausgezeichnete **fundamentale Ausgangslage** der Schwellenländer an. Dabei sticht vor allem Indien heraus, wo langsam die Früchte der in den letzten Jahren durchgeführten schmerzhaften Reformen geerntet werden. Zudem sollte die Fußball-WM in Russland einen positiven Beitrag leisten. Dies könnte zu einer **Ausweitung der Wachstumsdifferenz** zwischen den Schwellenländern und den entwickelten Ländern führen, welche historisch einer der Haupttreiber für die relative Aktienperformance war.



Risiken für die Schwellenländeraktien bestehen aber in einer unerwarteten **Aufwertung des US-Dollar oder einer Zunahme von Handelshemmnissen**, die allen voran von den USA ausgehen.

Revision der Prognosen für DAX und S&P 500

Die im Vergleich zum Jahresanfang erhöhten Risiken für das Wirtschaftswachstum in Europa sowie die gestiegenen Unsicherheiten aus politischen Unwägbarkeiten und möglicherweise stärkeren Handelshemmnissen lassen uns **für den DAX eine etwas vorsichtigere Sichtweise** einnehmen. Die genannten Punkte führen dazu, dass die Risikoaversion in Europa weiterhin recht hoch bleiben dürfte, was sich negativ auf das Bewertungsniveau auswirkt. Wir gehen davon aus, dass sich das im Vergleich zum Jahresanfang gesunkene Kurs-Gewinn-Verhältnis auch im Jahresverlauf nur geringfügig von 13 auf 13,2 erholen wird. Das Gewinnwachstum der exportorientierten DAX-Unternehmen sollte weiterhin von einer robusten globalen Konjunktur profitieren, sodass wir bis zum Jahresende noch einen nominalen Gewinnzuwachs von etwa 2,5 Prozent erwarten. Die Dividendenausschüttung dürfte stabil sein und in der Berechnung einen Performance-Beitrag von etwa 1,6 Prozent bringen. Damit errechnet sich ein Kursziel zum Jahresende von 13.500 Punkten.

Die **US-amerikanische Wirtschaft** präsentiert sich zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2018 **noch stärker als zu Jahresbeginn erwartet**. Hiervon dürften auch die Unternehmensgewinne profitieren. Unterstützt wird das Gewinnwachstum durch die US-Steuerreform, deren Effekt auf die Unternehmensgewinne anhand der Daten des ersten Quartals 2018 auf etwa zehn Prozent geschätzt werden kann. Für die Unternehmensgewinne des **S&P 500** erwarten wir ein Wachstum von 8,5 Prozent bis zum Jahresende. Gegenwind kommt von der Bewertungsseite. Die gute Konjunkturlage sowie die Steuerreform lassen die Zinsen steigen. Wir erwarten einen negativen Bewertungseffekt von knapp drei Prozent. Anders als beim DAX spielen Dividenden bei der Berechnung des Kursziels beim Preisindex S&P 500 keine Rolle. Damit errechnet sich ein Kursziel zum Jahresende von 2.900 Punkten.

Revision der Jahresprognosen:

Wir senken unser DAX-Kursziel von 14.100 Punkten auf 13.500 Punkte. Dafür wird das Kursziel für den S&P 500 von 2.820 auf 2.900 angehoben. Für beide Märkte erwarten wir eine Outperformance zyklischer Sektoren. Im Jahresausblick 2017 hatten wir in den USA noch die defensiveren Sektoren vorne gesehen.

Maßnahmen:

US- und Schwellenländeraktien sollten im Vergleich zu europäischen Titeln übergewichtet werden. Ein Fokus sollte auf zyklischen Sektoren liegen.

VIELE ARGUMENTE FÜR STEIGENDE ZINSEN

Bundesanleihen bleiben der sichere Hafen

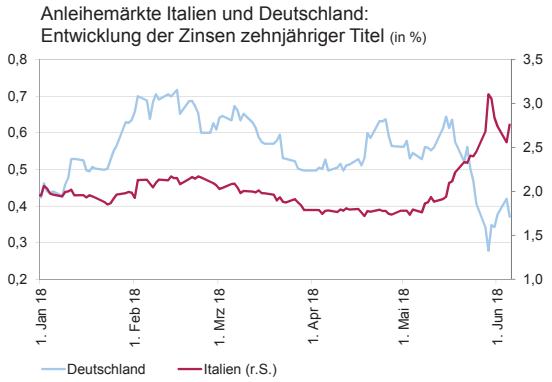
Das Spannungsfeld aus guten Konjunkturdaten einerseits und politischen Risiken andererseits dürfte für Bundesanleihen im Jahresverlauf bestehen bleiben. Das angekündigte Ende der Staatsanleihekäufe durch die EZB spricht dafür, dass **die Zinsen insgesamt etwas ansteigen werden**.

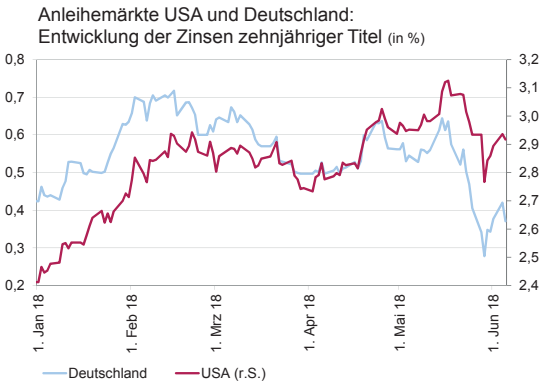
Vor allem die **Sorgen um Italien** dürften die Anleger im Jahresverlauf immer wieder zu Bundesanleihen greifen lassen. Die geplanten neuen Ausgaben der Regierung in Rom werden das Staatsdefizit in die Höhe schrauben. Ein Konflikt mit den europäischen Partnern ist vorprogrammiert. Die Märkte haben bereits sehr empfindlich auf die Nachrichten aus Italien reagiert. Anleger straften das Land ab und zogen sich aus Italien zurück. Die Zinsen auf italienische Staatsanleihen kletterten sprunghaft und die Zinsstrukturkurve des Landes verflachte sich innerhalb weniger Tage spürbar, was als ernstes Warnzeichen zu interpretieren ist. Mittlerweile hat sich die Aufregung zwar wieder etwas gelegt. Da die weitere Entwicklung in Italien aber unklar ist und die Unsicherheiten hoch bleiben, dürfte der **Wunsch nach Sicherheitsinvestments** Bundesanleihen stützen, während italienische Staatsanleihen anfällig für Kurskorrekturen sind. Trotz der attraktiv erscheinenden Rendite sollten die Anleihen Italiens daher gemieden werden. Da die anderen Peripheriestaaten wie Spanien, Portugal, Irland und sogar Griechenland, das mittlerweile einen hohen Primärüberschuss erzielt, ökonomisch wesentlich besser dastehen als in den Jahren 2011 und 2012, **ist die Wahrscheinlichkeit von länger anhaltenden Ansteckungseffekten gering**.

Negativ für Bundesanleihen dürfte sich dagegen auswirken, dass der konjunkturelle Aufschwung anhält. Vor allem in den USA nimmt das Wachstum zur Jahresmitte nochmal Fahrt auf, wie die Indikatoren zeigen. Mit weiteren **geldpolitischen Straffungen seitens der Federal Reserve** ist daher zu rechnen. Aktuell werden bis zum Jahresende ein bis zwei weitere Zinserhöhungen um jeweils 25 Basispunkte erwartet. Die US-amerikanische Notenbank könnte ihren geldpolitischen Kurs nochmals straffen, da am Arbeitsmarkt erste Indikatoren auf eine Arbeitskräfteknappheit hinweisen, die Teuerungsrate mittlerweile bei 2,5 Prozent angelangt ist und die Bewertungen an den Aktienmärkten hohe Niveaus erklommen haben. Die Steuersenkungen der Regierung vom Jahreswechsel treiben das Wachstum weiter an und müssen über die Aufnahme neuer Schulden finanziert werden. **Geld- und Fiskalpolitik wirken damit erstmals seit längerer Zeit gemeinsam zinstreibend**. Bundesanleihen können sich vom Anstieg des Zinsniveaus nicht vollständig befreien.

EZB: Schrittweise geldpolitische Straffung

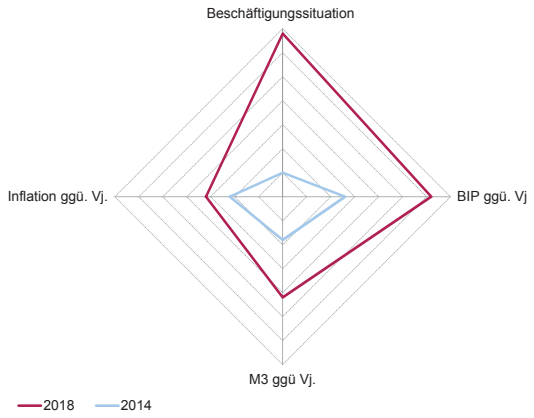
Erschwerend für Bundesanleihen kommt zum Jahresende hinzu, dass die EZB ihr Anleihekaufprogramm höchstwahrscheinlich einstellen wird. Denn im Juni hatte die EZB beschlossen, ab Oktober die Anleihekäufe von 30 Mrd. Euro je Monat auf 15 Mrd. Euro zu senken und am Jahresende das Programm auslaufen zu lassen, wenn das makroökonomische Umfeld dies zulässt. Da sich **wichtige Daten deutlich aufgehellt haben**, spricht momentan wenig gegen ein Ende des Programms. So liegt die Arbeitslosigkeit mittlerweile bei etwa 8,6 Prozent und damit fast





vier Prozentpunkte niedriger als auf dem Hochpunkt der Krise. Vor allem aber ist **das Deflationsrisiko**, mit dem die ultraexpansive Geldpolitik mittels Aufkauf von Anleihen begründet wurde, **in den Hintergrund getreten**. Will die EZB ihre Glaubwürdigkeit wahren, muss sie ihre Geldpolitik an das neue Umfeld anpassen.

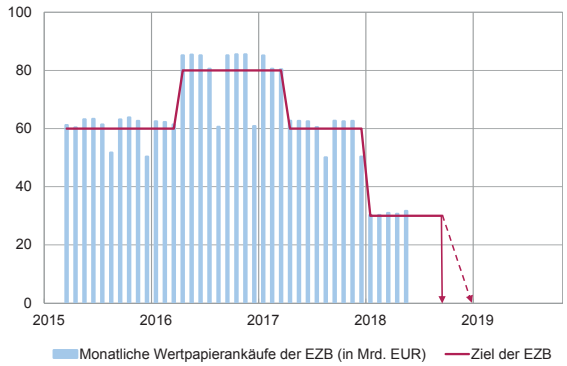
Veränderung makroökonomischer Daten
Vergleich der Rangwerte der genannten makroökonomischen Daten bezogen auf zehn Jahre



Während die Beendigung der unkonventionellen Geldpolitik bald anstehen dürfte und nur ein **externer Schock** wie eine Staatskrise in Italien oder eine Eskalation des Handelskonflikts zwischen China bzw. dem Euroraum mit den USA dies verhindern würde, ist eine Zinswende in diesem Jahr noch verfrüht. Denn dies würde die Anleihemärkte unvorbereitet treffen und zu einem stärkeren Zinsanstieg verbunden mit einer Aufwertung des Euro führen, was den Aufschwung im Euroraum gefährden könnte. Sollte sich aber der Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte weiter fortsetzen, dürfte spätestens im nächsten Jahr auch ein **erster Zinsschritt im Euroraum erfolgen**. Der EZB-Präsident Mario Draghi hat die Märkte im Juni bereits auf einen Zinsanstieg vorbereitet, indem er indirekt eine erste Leitzinserhöhung nach dem Sommer 2019 ins Spiel gebracht hat. Anleger könnten sich deswegen bereits zum Jahrsende positionieren und sich verstärkt gegen steigende Zinsen absichern, was Druck auf die Renditen ausüben würde.

In diesem Zusammenhang bleibt auch die **Nachfolgediskussion um den im Oktober 2019 scheidenden EZB-Präsidenten Mario Draghi** spannend. Denn aktuell werden dem Präsidenten der Deutschen Bundesbank, **Jens Weidmann**, gute Chancen eingeräumt, den Posten zu übernehmen. Nach einem Niederländer, einem Franzosen und einem Italiener wäre zumindest nominell ein Deutscher an der Reihe, einen der wichtigsten Posten Europas zu übernehmen. Für die zukünftige Geldpolitik ist die Personalfrage nicht unerheblich. Weidmann gilt als geldpolitischer Falke. Er hat immer betont, dass ihm die Geldpolitik zu locker ist und Fehlanreize gesetzt werden. Eine schnellere Normalisierung wäre zu erwarten, sollte Jens Weidmann Präsident der EZB werden. Deswegen werden die „EZB-Watcher“ die Personalspekulationen genau verfolgen.

EZB: Anleihekaufprogramm



Während das Ende der ultra-expansiven Geldpolitik in den USA und auch im Euroraum sowie die gute konjunkturelle Lage für steigende Zinsen sprechen, bestehen im Gegensatz zum Jahresbeginn nicht **unerhebliche politische Risiken bezüglich Italien und der US-amerikanischen Handelspolitik**. Aus diesem Grund senken wir unsere Zinsprognose geringfügig und erwarten einen moderaten Anstieg von aktuell 0,38 Prozent auf 0,7 Prozent.

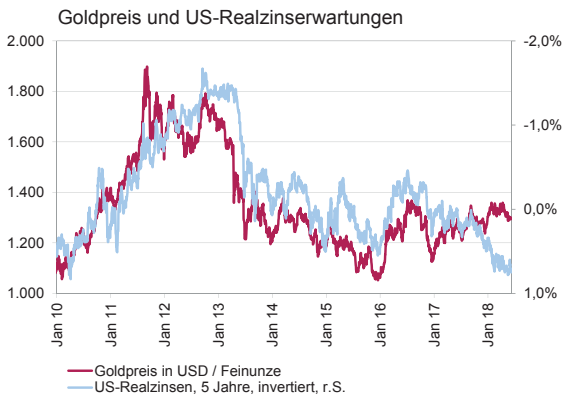
Revision der Jahresprognosen:
Statt 0,8 Prozent erwarten wir als Rendite für eine zehnjährige Bundesanleihe zum Jahresende nun 0,7 Prozent.

Maßnahmen:
Der Rentenmarkt bleibt untergewichtet, da andere Anlageklassen relativ gesehen attraktiver sind.

ENDE DER ÖL-HAUSSE

Gold: Noch etwas Potenzial trotz Realzinsanstieg

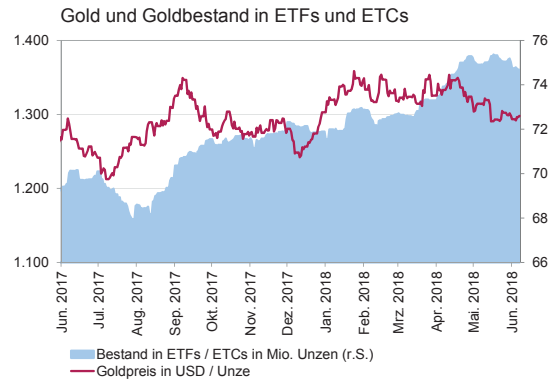
Gold startete mit deutlichen Zuwächsen ins Jahr 2018, hat die Gewinne aber größtenteils wieder abgegeben. Preistreibend in beide Richtungen war in erster Linie der US-Dollar. Im weiteren Jahresverlauf dürfte neben den **politischen Risiken** auch die Ausweitung des US-amerikanischen Haushaltsdefizits Gold stützen. Auf der anderen Seite sprechen **steigende Realzinsen** für schwächere Goldnotierungen.



In den USA sind die Realzinsen seit dem Jahresbeginn spürbar angestiegen. Die Rendite einer fünfjährigen US-Staatsanleihe ist von 2,20 Prozent auf nunmehr 2,81 Prozent geklettert. Die Inflationserwartungen konnten dagegen nur um etwas mehr als 20 Basispunkte zulegen. Der **Anstieg der Realzinsen** dürfte sich bis zum Jahresende fortsetzen. Denn die Federal Reserve dreht an der Zinsschraube und dürfte noch ein bis zwei Mal die Zinsen um jeweils 25 Basispunkte anheben. Hinzu kommt, dass die US-Notenbank damit begonnen hat, die im Zuge der unkonventionellen Geldpolitik aufgeblähte **Bilanzsumme zu reduzieren**. Damit dürften auch im Bereich längerer Laufzeiten die Zinsen eher ansteigen. Die gute konjunkturelle Lage spricht ebenfalls dafür, dass die Realzinsen weiter ansteigen.

Die absehbare Ausweitung des US-amerikanischen Haushaltsdefizits aufgrund der Steuerreform treibt zwar einerseits die Zinsen in die Höhe, was sich negativ auf den Goldpreis auswirkt. Wichtiger kann aber werden, dass die USA durch die Ratingagenturen unter Druck geraten könnten. Schließlich liegt die Brutto-Staatsverschuldung bereits bei über 100 Prozent. Gold könnte eine relative Aufwertung als sicherer Hafen erfahren, da das **US-Haushaltsdefizit** in den nächsten Jahren deutlich auf über eine Bio. US-Dollar ansteigen dürfte. Dies ist ein bedenklicher Wert, der absolut betrachtet letztmalig nach der schweren Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 erreicht wurde.

Auch die bestehenden **politischen Risiken** sprechen für Gold. Neben den Sorgen um Italien wirkt auch eine Verschärfung von Handelskonflikten potenziell destabilisierend. Hinzu kommen die zahlreichen Krisenherde im **Nahen und Mittleren Osten sowie der Konflikt der USA mit Russland**. Auch innenpolitische Turbulenzen könnten in den USA im Vorfeld der Kongresswahlen die Märkte verunsichern. Gold gilt nach wie vor als sicherer Hafen und könnte bei einem **Anstieg der Volatilität** als Zufluchtsort eine wichtige Rolle spielen. Anhand der in ETFs und ETCs angelegten Gelder ist bereits zu erkennen, dass Investoren weiterhin auf Gold setzen.



Angesichts der im Vergleich zum Jahresbeginn etwas höheren Risiken erhöhen wir unsere Prognose für Gold. Der US-Dollar dürfte dagegen angesichts einer von uns erwarteten Seitwärtsbewegung zum Euro im weiteren Jahresverlauf eine untergeordnete Rolle für den Goldpreis spielen

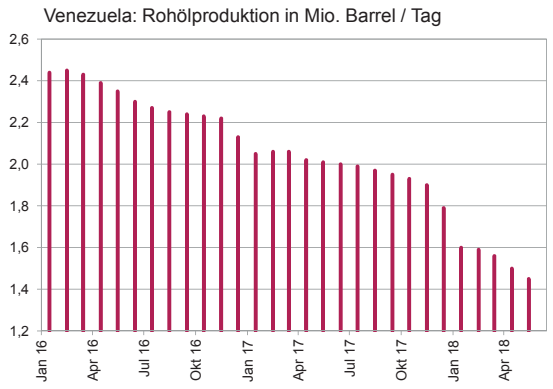
Revision der Jahresprognosen:
Statt 1.300 US-Dollar erwarten wir nun 1.350 US-Dollar je Feinunze Gold zum Jahresende.

Maßnahmen:
Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Gold leicht übergewichtet werden.

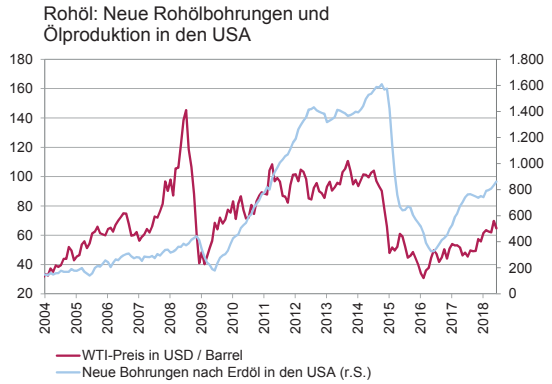
Rohöl: OPEC-Lockerungen bremsen den Preisauftrieb

Der Preis für Rohöl legte in diesem Jahr bereits auf über 70 US-Dollar je Barrel Rohöl der Marke WTI zu und liegt aktuell mit 65 US-Dollar auf unserer Prognose vom Jahresbeginn. Zwar dürfte die Nachfrage nach dem schwarzen Gold dank des **synchron verlaufenden globalen Aufschwungs** hoch bleiben, die Förderung sollte aber ebenfalls deutlich zulegen können.

Ein Grund für den starken Preisauftrieb in diesem Jahr waren **Produktionsausfälle in Venezuela**. Das Land förderte im April etwa 600 Tsd. Barrel pro Tag weniger Rohöl als laut Schätzung der Internationalen Energieagentur vom Markt benötigt werden. Aufgrund mangelnder Investitionen in die Instandhaltung der Fördereinrichtungen und in die Erschließung neuer Vorkommen befindet sich die Ölproduktion des südamerikanischen Landes in einer Abwärtsspirale. Zuletzt lag die Tagesproduktion nur noch bei etwas mehr als 1,4 Mio. Barrel pro Tag. Laut Kürzungsabkommen mit der OPEC dürfte Venezuela jedoch knapp zwei Mio. Barrel täglich produzieren. Der Produktionsrückgang dürfte sich fortsetzen, da die USA nach der umstrittenen Wiederwahl von Staatspräsident Maduro neue Sanktionen verhängt haben, die auch den staatlichen Ölkonzern PDVSA betreffen. Auch der Ausstieg der USA aus dem **Atomabkommen mit dem Iran**, der von Sanktionen seitens der Vereinigten Staaten begleitet wurde, hat die Rohöl-Preise nach oben getrieben. Das OPEC-Angebot dürfte hierdurch perspektivisch um einige 100 Tsd. Barrel pro Tag gedrückt werden.



Wahrscheinlich wird die OPEC aufgrund der Unterversorgung nun schnell **die Produktion** ausweiten und die selbst auferlegten Produktionskürzungen aufweichen. Nach Meldungen des Nachrichtendienstes Bloomberg sollen hochrangige Regierungsvertreter aus den USA sogar um eine Ausweitung der Förderung um eine Mio. Barrel am Tag gebeten haben. Die Energieminister Russlands und Saudi-Arabiens sprachen sich bei einem gemeinsamen Treffen kürzlich für eine graduelle Anhebung der Ölproduktion in der zweiten Jahreshälfte aus. Im Gespräch ist eine Annäherung an die im Kürzungsabkommen vorgesehene OPEC-Produktionsmenge. Dies würde den Ölmarkt wieder **ins Gleichgewicht** bringen.



Da auch die US-Produktion wieder zulegt und neue Bohrungen getätigt werden, dürfte die **Unterversorgung des Rohölmarktes in der zweiten Jahreshälfte enden**. Aus diesem Grund halten wir den aktuellen Rohölpreis für angemessen und behalten unsere Jahresprognose bei.

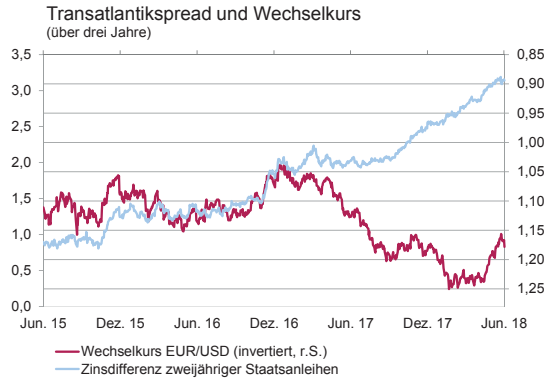
Revision der Jahresprognosen:
Keine Anpassung des Kursziels von 65 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI.

Maßnahmen:
Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Rohöl leicht untergewichtet werden, da unser Preisziel erreicht wurde.

DAS COMEBACK DES US-DOLLAR

Euro leidet unter Wachstumsschwäche

Eine Reihe von Faktoren führte im ersten Halbjahr 2018 zu einer Aufwertung des US-Dollar. Hierzu gehörten die konjunkturelle Stärke der USA insbesondere im Vergleich zu den schwächer werdenden europäischen Ländern, politische Unsicherheiten auf dem europäischen Kontinent durch eine neue populistische Regierung in Rom sowie eine deutliche Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA. Für die zweite Hälfte des Jahres 2018 erwarten wir, dass sich zwei der drei Faktoren zumindest abschwächen und somit Aufwertungsdruck vom US-Dollar nehmen, denn **fundamental ist der Greenback weiterhin überbewertet** gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung.



Die **politischen Unsicherheiten** im Zusammenhang mit der neuen italienischen Regierung sollten im Jahresverlauf zunehmend weniger auf dem Euro lasten. Ein Austritt aus dem Euroraum oder der EU ist nach Angaben der neuen Führung in Rom kein Thema mehr. Vielmehr dürfte die geplante expansive Ausgabenpolitik zu Konflikten mit der EU führen, deren Effekte sich aber hauptsächlich auf italienische Assets beschränken sollten. Auch die **Zinsdifferenzen** zwischen den USA und Europa dürften nicht signifikant weiter steigen, da nach Jahren divergierender Geldpolitik dies und jenseits des Atlantiks nun auch die EZB für eine restriktivere Geldpolitik bereitzustehen scheint. Ein erwartetes Ende des Anleihekaufprogramms in der zweiten Jahreshälfte 2018 sowie wahrscheinlich aufkommende Spekulationen über den ersten Zinserhöhungsschritt der europäischen Notenbank im Jahr 2019 sollten die divergierende Zinsentwicklung einbremsen. Davon abgesehen ist außerdem anzumerken, dass **die Zinsdifferenzen im letzten Jahr ohnehin wenig Einfluss** auf die Wechselkursentwicklung hatten. Der bis Ende 2016 bestehende enge Zusammenhang zwischen der Zinsdifferenz und dem Wechselkurs hat sich zuletzt deutlich entkoppelt und ist somit für sich genommen nicht ausreichend für eine Wechselkursprognose. Für einen eher stärkeren Euro spricht außerdem, dass der Wechselkurs trotz der deutlich schlechteren Konjunkturentwicklung in Europa in den ersten sechs Monaten 2018, der hohen politischen Risiken und der divergierenden Notenbankpolitik bei weitem nicht auf die Niveaus von 2017 abgesackt ist.

Dollarstärke trotz fundamentaler Überbewertung

Für einen starken US-Dollar spricht die **boomende Konjunktur in den USA**, die zur zweiten Jahreshälfte nochmal Fahrt aufnehmen dürfte. Vor allem die hohe Divergenz im Vergleich zur schwächelnden europäischen Konjunktur könnte dazu führen, dass ausländisches Kapital wieder stärker in die USA fließt. Stützend kommt für den US-Dollar zusätzlich hinzu, dass es eines der Hauptziele der US-Regierung ist, das Handelsbilanzdefizit abzubauen. Erste Maßnahmen haben bereits dazu geführt, dass China sich bereit erklärt hat, in signifikantem Umfang mehr US-Produkte zu erwerben. Sollte das **Außenhandelsdefizit tatsächlich verringert** werden können, würde dies den Nettoverkaufsdruck auf den US-Dollar, der aus den Handelsbeziehungen der USA mit dem Rest der Welt resultiert, verringern. Diese Entwicklungen sollten verhindern, dass sich der Greenback wieder in Richtung der Kaufkraftparität von 1,25 EUR/USD bis 1,30 EUR/USD bewegt. Einige Notenbanken haben zwar angekündigt, ihre Devisenreserven mehr zu diversifizieren und sich aufgrund der unberechenbaren US-Politik weniger abhängig vom US-Dollar zu machen. Wir erwarten uns hiervon jedoch keine nachhaltigen Wechselkurseffekte, zumal alternative Währungen auch nicht attraktiver erscheinen

Revision der Jahresprognosen:
Wir erwarten den US-Dollar in einer Seitwärtsbewegung bis zum Jahresende und senken unsere Prognose daher von 1,25 EUR/USD auf 1,18 EUR/USD.

Maßnahmen:
Neutrale Gewichtung des US-Dollar.

GROSSE NACHFRAGE, ZU WENIG ANGEBOT

Die wesentlichen **Treiber der Nachfrage nach Immobilien** sind weiter intakt. Die Einwohnerzahl Deutschlands wächst ebenso wie die Zahl der Haushalte. Besonders dynamisch ist das Wachstum in den Großstädten und Metropolen. Die Anzahl der Erwerbstätigen hat in den letzten 12 Monaten (bis April 2018) weiter zugenommen und die Konjunkturprognosen sehen das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts bei rund zwei Prozent.

Auf der **Angebotsseite** kommt es jedoch zunehmend zu Engpässen. Die Neubauproduktion für Mietwohnungen bleibt insbesondere in den Metropolen klar hinter den formulierten Bedarfen zurück. Auf den gewerblichen Immobilienmärkten zeigen sinkende Flächenumsätze bei zugleich sinkenden Leerständen und weiter steigenden Mieten an, dass Flächengesuche von Unternehmen nicht mehr vollständig bedient werden können, weil das passende Angebot fehlt.

Die Rohstoffpreise haben deutlich angezogen, die öffentliche Verwaltung kommt mit der Abarbeitung der Baugenehmigungsanträge nicht nach und die Bauwirtschaft meldet Vollauslastung und Fachkräftemangel. Selbst unter der Annahme, dass der Genehmigungsengpass überwunden würde, erscheint eine **weitere Ausweitung der Bautätigkeit unrealistisch**. Schon heute wird die Annahme neuer Aufträge im Baugewerbe in erster Linie darüber entschieden, welcher Auftraggeber die höchste Marge zahlt. Im Ergebnis bleibt der Neubau auf absehbare Zeit hinter der Nachfrage zurück und die Baukosten dürften weiter steigen.

Hauptverursacher der aktuellen Marktverzerrungen ist die **Zinspolitik der europäischen Zentralbank**, die einerseits die Funktion der unterschiedlichen Assetklassen im Gesamtportfolio nachhaltig verändert und anderseits die Finanzierungszinsen weit nach unten gedrückt hat, sodass sinkende operative Immobilienrenditen durch Aufnahme einer günstigen Fremdfinanzierung noch lange Zeit auf ein vergleichsweise attraktives Niveau gehebelt werden konnten.

Unterschiedlichste **Störfeuer aus dem (welt-)politischen Umfeld** blieben bislang ohne messbare Effekte auf die Immobilienkonjunktur oder das Investorenverhalten. Zwei aktuelle Themen könnten nun aber tatsächlich ein Momentum entwickeln, das auf die Immobilienmärkte durchschlägt: Zum einen das Euro- und EU-feindliche Wahlergebnis in Italien und zum anderen der beginnende Handelskrieg mit den USA. Das erste Thema bedeutet **massive Unsicherheiten für die Kapitalmärkte** und dürfte dem Kapitalzufluss in die Immobilienmärkte weiter Vorschub leisten. Das zweite Thema könnte **spürbare Auswirkungen auf die Konjunktur** und damit auf die Nachfrageentwicklung an den gewerblichen Immobilienmärkten entwickeln. Beide Themen dürften die EZB veranlassen, an ihrer Niedrigzinspolitik noch länger festzuhalten.

In Diskussionen unter Marktteilnehmern entsteht der Eindruck, dass nahezu sehnsüchtig nach Anzeichen für Preiskorrekturen an den Immobilienmärkten Ausschau gehalten wird, damit alte immobilienökonomische Gewissheiten wieder Gültigkeit erlangen und neue Spielräume für unternehmerischen Erfolg am Immobilienmarkt auf Basis von Marktineffizienzen entstehen. Diese Hoffnungen dürften sich demnach nur sehr bedingt erfüllen. Allenfalls könnte eine konjunkturelle Eintrübung in gewissem Umfang Umschichtungen von Anlegerkapital aus den gewerblichen Immobilienmärkten in die Wohnimmobilienmärkte auslösen.

Das Investmentumfeld ist in Folge der niedrigen Zinsen an den Rentenmärkten weiter durch hohen Anlagedruck bei institutionellen und privaten Anlegern geprägt. Das Zusammenwirken von Angebotsknappheit, steigenden Produktionskosten, hoher Investorennachfrage und äußerst geringen Finanzierungszinsen resultierte über die letzten Jahre hinweg in einem massiven Anstieg der Immobilienpreise. Die Preise für Immobilien mit „Investment Grade“ haben mittlerweile Niveaus erreicht, die in einer Nachkostenbetrachtung nur noch dann einen nachhaltigen Ertragsüberschuss ermöglichen dürften, wenn es gelingt, die Mieteinnahmen über die Haltezeit beispielsweise auf Grundlage von Indexklauseln in Mietverträgen oder im Zuge von Neuvermietungen zu steigern.

Jedoch droht bei der Anlage in Wohnimmobilien zusätzlich Ungemach von regulativer Seite, **denn das Wohnen unterliegt in besonderem Maße der politischen Einflussnahme**. In nahezu allen europäischen Ländern mit einem relevanten Mietwohnungsanteil am Wohnungsbestand gibt es Instrumente und Regularien mit dem Ziel, die Grundversorgung der Bevölkerung mit Wohnraum zu bezahlbaren Kosten sicherzustellen. Insbesondere in den Innenstadtlagen der Metropolen werden in der Neuvermietung Mietpreise aufgerufen, die von Durchschnittshaushalten oftmals nicht mehr getragen werden können. Die Politik trat dieser Entwicklung mit der Einführung der sog. **Mietpreisbremse** entgegen, allerdings mit sehr überschaubarem Erfolg. Unter der neuen Regierungskoalition ist nun mit einer Verschärfung zu rechnen. Eine erste Initiative für ein Mietrechtsmodernisierungsgesetz von Ende Mai 2018, die der Berliner Senat in den Bundesrat einbringen möchte, sieht einen umfangreichen Maßnahmenkatalog vor, der das Mieterhöhungspotenzial bei Bestandswohnungen spürbar einschränkt. So sollen beispielsweise der Mietspiegel als Maß der Vergleichsmiete Mietabschlüsse der letzten zehn anstatt der letzten vier Jahre berücksichtigen, die Befristung der Mietpreisbremse aufgehoben, die Umlagefähigkeit von Modernisierungskosten deutlich eingeschränkt und eine Regelung für den Umgang mit möblierten Wohnungen gefunden werden. Um den Neubau zu stimulieren, werden Neubauwohnungen auch weiterhin von der Mietpreisbremse ausgenommen bleiben. Aufgrund der beschriebenen Engpässe in der Neubauproduktion bleibt der Effekt aber verhalten.

Mit Blick auf die erzielbaren operativen Überschüsse wird der Wohnungsmarkt für Neuinvestitionen auf Grund dieser Maßnahmen noch unattraktiver, da das Delta der Entwicklung von Mieten und Preisen zukünftig eher noch größer wird. Investitionen in die Modernisierung des Wohnungsbestands, die bislang von Investoren auch genutzt wurden, um über die Möglichkeiten der Umlage der Kosten auf die Miete die Einnahmenseite langfristig zu steigern, verlieren ebenfalls an Attraktivität und dürften zurückgehen, sofern die geplanten Maßnahmen umgesetzt werden.

Immobilienstrategie

Unsere Empfehlungen haben sich in den letzten zwölf Monaten kaum verändert. Weiterhin bieten sich **Verkäufern von Immobilien** sehr gute Rahmenbedingungen, sodass das Marktfenster für Portfoliobereinigungen genutzt werden sollte.

Neu-Engagements sind **selektiv** dann möglich, wenn es Investoren gelingt, in guten Lagen Immobilien zu erwerben, deren Wert durch bauliche oder mietvertragliche Optimierung aktiv entwickelt werden kann.

Denkbar sind hier auch **Investitionen in den eigenen Bestand**, z. B. durch Heben von Flächenreserven oder eine Repositionierung. Veränderte Anforderungen an Immobilien, zum Beispiel durch die Digitalisierung von Arbeitsprozessen klassischer Büronutzer, veränderte Flächenanforderungen von Einzelhändlern, veränderte Standortanforderungen von Logistikern oder veränderte Anforderungen an das Wohnen in Folge der demografischen Trends zwingen letztlich auch Bestandshalter zur Anpassung ihres Produkts. Das günstige Finanzierungsumfeld bietet aktuell gute Rahmenbedingungen, um Maßnahmen zum Erhalt der Zukunftsfähigkeit umzusetzen.

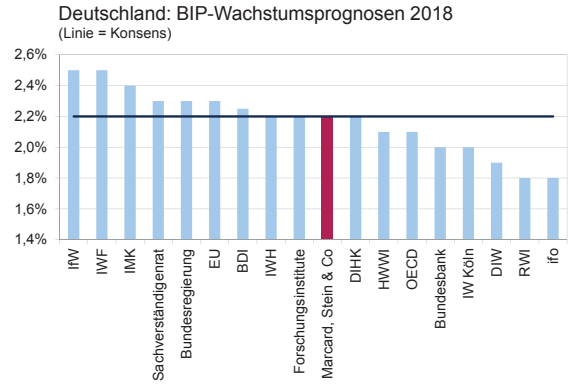
Öffentlich geförderter Wohnungsbau findet zunehmend auch in guten städtischen Lagen, teils in direkter Nachbarschaft zu frei finanziertem Wohnungsbau oder Eigentumsmaßnahmen, statt. Bestände können unter Inkaufnahme von Mietpreis- oder Belegungsbindungen mit Preisvorteilen erworben werden. Nach Auslaufen von Bindungsfristen kann der „innere Wert“ gehoben werden.

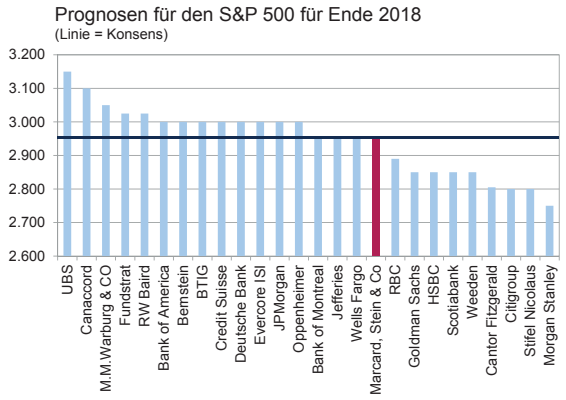
Die **Vergabe von Risikokapital an Projektentwickler** für Neubau- und Bestandsentwicklungen erachten wir weiterhin als einen interessanten Baustein innerhalb der Immobilienallokation. Projektbeteiligungen bieten die Möglichkeit für zeitlich befristete und attraktiv verzinste Engagements. Hintergrund ist die Nutzung von Ineffizienzen in der Kreditvergabe durch Banken, die sich aufgrund von regulatorischen Vorgaben aus der Vergabe von Krediten im hohen Beleihungsauslauf zurückziehen.

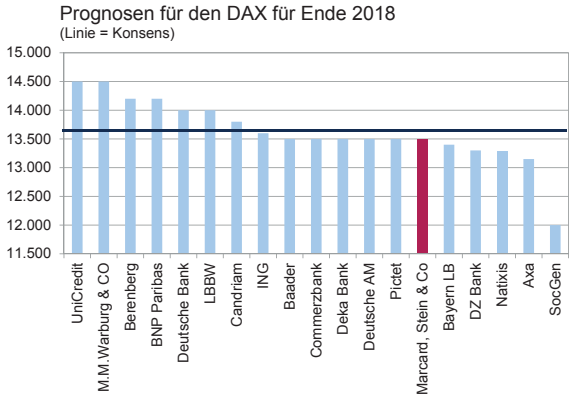
Finanzierungsbeteiligungen an Bestandsimmobilien können Möglichkeiten eröffnen, über laufende Garantieverzinsungen an Immobiliencashflows zu partizipieren, ohne das operative Risiko unmittelbar zu tragen.

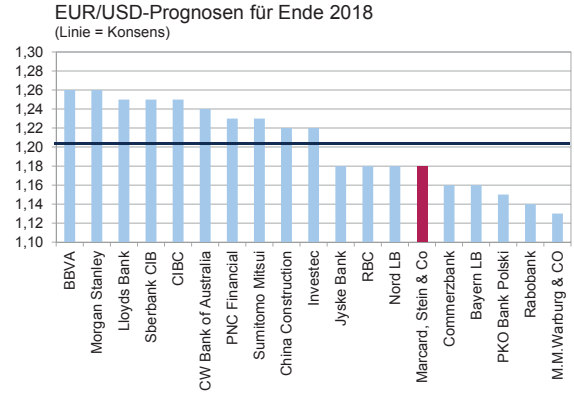
Revision der Jahresprognosen:
Die laufenden Renditen für Neu-Investitionen dürften noch geringer ausfallen, als zum Jahreswechsel erwartet. In der Allokationsempfehlung gewichten wir gewerbliche Nutzungen etwas defensiver als zuletzt.

PROGNOSEN IM VERGLEICH

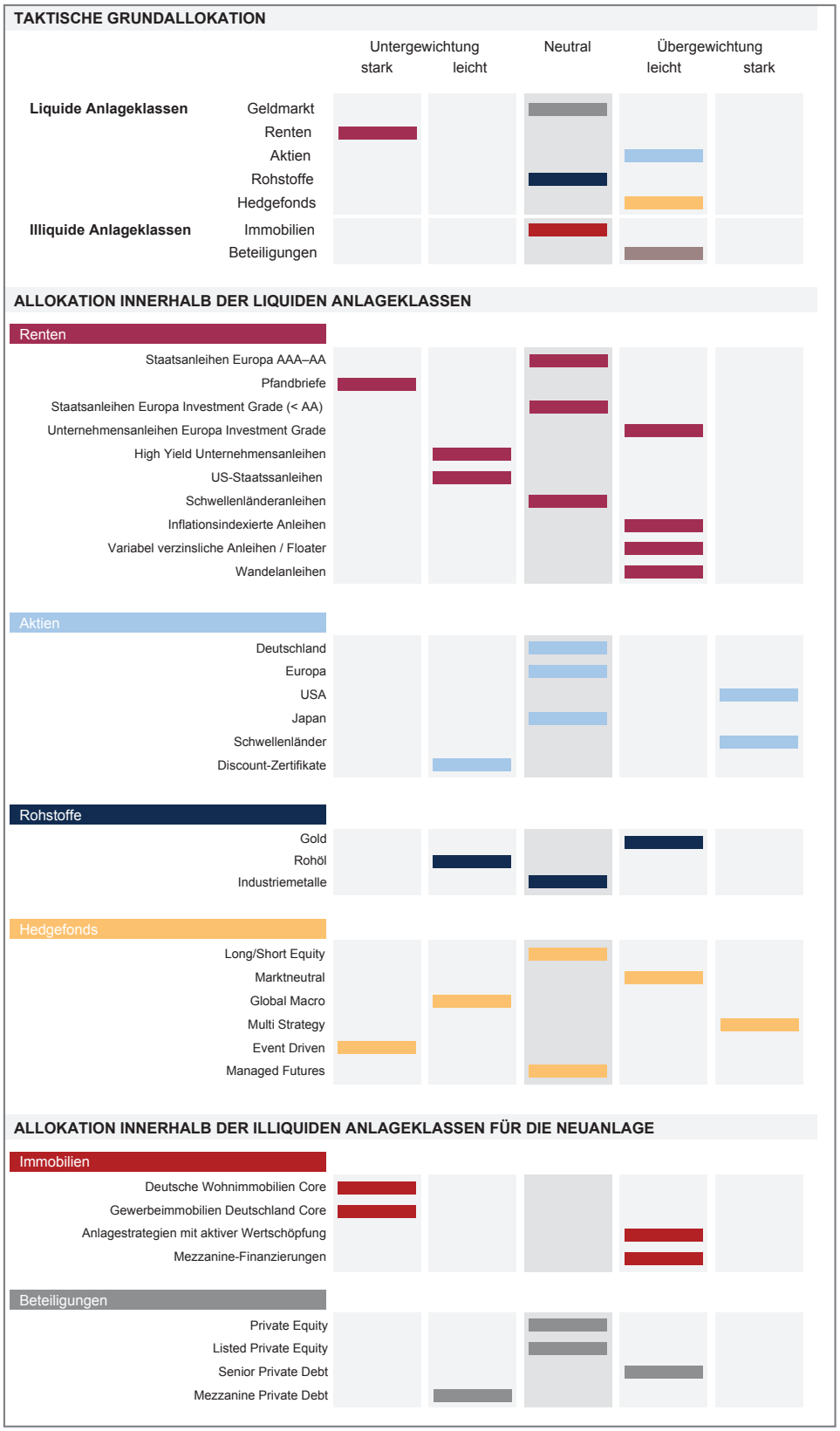








TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



IMPRESSUM

Herausgeber
MARCARD, STEIN & CO AG

Autoren
Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Dr. Christoph Kind, Maik Rissel

Redaktion und Layout
Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Anja Itter

Urheberrechtshinweis
Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

Haftungsausschluss
Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg
Telefon +49 40 32099-556 · Fax +49 40 32099-206
family_office@marcard.de

www.marcard.de

Ein Unternehmen der

M.M.WARBURG & CO
BANK